

LA CRISE DE LA MONNAIE ANGLAISE

(1931)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

Le 30 Mai 1933, à 14 heures

PAR

S. J. CATIFORIS

*Laureat de la Faculté de Droit d'Athènes
Diplômé de l'École des Sciences Politiques de Paris*

Président : M. AFTALION

<i>Suffragants</i>	{	MM. RIST Roger PICARD	{	<i>Professeurs</i>
--------------------	---	--------------------------	---	--------------------

LIBRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(SOCIÉTÉ ANONYME)

22, Rue Soufflot, PARIS (V^e)

1933



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41549907_0009

**LA CRISE
DE LA MONNAIE ANGLAISE**

(1931)

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

LA CRISE DE LA MONNAIE ANGLAISE

(1931)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

Le 30 Mai 1933, à 14 heures

PAR

S. J. CATIFORIS

Lauréat de la Faculté de Droit d'Athènes

Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques de Paris

Président : M. AFTALION

<i>Suffragants</i>	{	MM. RIST Roger PICARD	}	<i>Professeurs</i>
--------------------	---	--------------------------	---	--------------------

LIBRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(SOCIÉTÉ ANONYME)

22, Rue Soufflot, PARIS (V°)

1933



INTRODUCTION

L'un des plus grands méfaits de la crise que le monde traverse depuis quelques années est, à n'en pas douter, la secousse qu'elle a donnée au système monétaire mondial.

Évidemment, l'on était loin de voir tous les pays adhérer à un même système monétaire, mais entre les différents systèmes nationaux une discipline s'était établie, celle de l'or.

Pendant la guerre presque tous les systèmes monétaires ont été ébranlés ; les premières années qui ont suivi les Traités de Paix, sont caractérisées par la débâcle plus ou moins complète de la plupart des monnaies. Après 1924 — coïncidant avec la mise en application du plan Dawes — la reconstruction commence : en avril 1925, la Grande-Bretagne (le seul des grands pays qui, dès la fin des hostilités, aient fait un effort sérieux et efficace de redressement financier et monétaire) est l'un des premiers pays à rétablir, sans restriction, la discipline de l'or. L'exemple de ce pays dont la monnaie, avant guerre, était considérée comme la monnaie-or par excellence, fut immédiatement suivi et la période 1925 à 1930 peut être considérée comme une période de stabilisation monétaire.

Tous les pays dotés d'unités monétaires plus ou moins instables se sont efforcés de les assainir et de les raccrocher à la discipline internationale de l'or. L'Allemagne entre dans cette voie immédiatement après la catastrophe monétaire de 1923 (loi bancaire du 30 août 1924), l'Autriche, sous les auspices de la S.D.N., procède à sa reconstruction financière et crée sa nouvelle monnaie (schilling) par la loi du 20 décembre 1924, de même la Russie, la Hongrie et la

Suède¹ stabilisent leurs monnaies et la reconstruction monétaire du monde est poursuivie selon une cadence plus rapide après 1925. L'Empire Britannique tout entier, suit l'exemple de sa Métropole : les monnaies canadienne, australienne, indienne et celles de l'Afrique du Sud et de la Nouvelle Zélande se raccrochent à l'or, peu de temps après la revalorisation de la livre sterling. Puis, vient le tour du Danemark, de la Pologne et de la Tchécoslovaquie, de l'Italie, de la France et de la Belgique, du Japon et de toute une série d'États secondaires (Roumanie, Grèce, Yougoslavie, Bulgarie, etc...).

Sur la base de cette énumération, tout à fait sommaire, il est facile de déduire qu'au moment où, vers la fin de 1929, la crise économique éclata, la reconstruction monétaire du monde venait d'être achevée. Pendant sa première période, cette même crise a paru respecter la stabilité monétaire. Évidemment, au cours des années 1929-30, l'on est amené à noter, ci et là, quelques retours au cours forcé (Argentine, Brésil, Australie). Au même temps, le fonctionnement de l'étalon-or au Canada subit quelques entraves², mais il ne s'agissait là que de pays placés dans des conditions spéciales et qui, en fin de compte, ne bénéficiaient pas d'une importance capitale dans les relations économiques internationales.

Mais, en mai 1931, la crise économique mondiale s'est doublée d'une crise de confiance³. Le 14 mai 1931 le *Kredit-Anstalt* Autrichien suspend ses paiements et cette chute de l'une des plus anciennes banques européennes marque le point de départ d'une vague de méfiance qui va se développant avec une vitesse foudroyante. La fermeture du *Kredit Anstalt* révéla brusquement la situation économique et financière éminemment précaire des États de l'Europe Cen-

1. Voir sur le développement des processus de stabilisation dans ces pays, T. E. Gregory, *The first year of the Gold Std*, Londres, 1926.

2. Cf. sur ce point C. A. Curtis, « The Canadian Monetary situation », dans *The Journal of Political Economy*, juin 1932, pages 314 à 337.

3. V. Rist, dans la *Revue d'Economie Politique*, mai-juin 1932, page 513, et sur les événements du Printemps et de l'Été, 1931, v. M. J. B. Condcliffe, *La Situation économique mondiale, 1931-1932*, publication du secrétariat de la S.D.N.

trale ; l'Allemagne, le principal de ces États, se trouvait fortement débitrice à court terme à New-York, à Londres, à la Hollande et à la Suisse et le bruit courait qu'ayant immobilisé les capitaux ainsi empruntés, elle devait se trouver dans l'impossibilité de satisfaire à ses obligations. D'ailleurs, l'échéance de juillet, pour les paiements de Réparations, était proche et l'on craignait que l'Allemagne ne puisse pas se procurer les devises nécessaires à leurs règlements. Il ne faut pas grand'chose pour ébranler la confiance ; on comprend alors que la fuite des capitaux de l'Allemagne¹ ait pris des dimensions fort inquiétantes.

Le moratoire Hoover proposé le 20 juin, sur la demande instantane du Président Hindenburg, ne suffit pas à rétablir la confiance. Le 13 juillet la Danat-Bank ferme à son tour ses guichets ; la situation en Allemagne devient désespérée, les avoirs étrangers sont immobilisés ; au cours de cette étude, ces événements réapparaîtront quant à leur essence et leur liaison avec les difficultés britanniques de l'été 1931. Nous nous contenterons de rappeler ici que les créanciers à court terme du marché de Londres, voyant les avoirs à l'étranger de ce marché immobilisés et craignant un même sort pour leurs avoirs à Londres, commencèrent à les retirer avec une vitesse qui prend l'allure d'une panique. Il faut néanmoins ajouter qu'une grande partie des capitaux retirés de Londres, au cours de l'été 1931, le fut fait par des banques étrangères (qui maintiennent toujours des dépôts importants à Londres) ayant besoin de leurs avoirs pour faire face aux demandes de remboursement des dépôts, à elles confiés, par suite de la méfiance qui commençait à se faire jour à ce moment, parmi la clientèle de toutes les banques.

Quoi qu'il en soit et malgré le secours répété franco-américain, la Grande-Bretagne se trouvait obligée de suspendre l'étalon-or le 21 septembre 1931. Fait mémorable tant au point de vue britannique qu'au point de vue mondial ; comme un grand nombre de pays avait suivi la vieille Albion dans son effort de rétablissement de l'étalon-or,

1. Dès les derniers mois de 1930, il eut un début de défiance et des retraits de capitaux s'enregistrent à la suite du succès Hitlérien aux élections.

c'est au même nombre qu'ils furent obligés de la suivre, par la force même des choses, dans l'abandon de ce même étalon. L'Empire Britannique (à l'exception du Canada), les États Scandinaves et la Finlande, le Portugal, plusieurs États Sud-Américains et le Japon, la Grèce, le Siam, etc... suivirent, plus ou moins vite, l'exemple britannique.

Ainsi l'étalon-or, cette discipline monétaire internationale, rétablie avec tant de peine, qui avait supporté sans difficultés la première période de la crise économique, n'a pu résister à la crise de confiance qui est venue s'y juxtaposer dès le printemps 1931. Les monnaies de la plupart des pays détachées du métal précieux se mirent à enregistrer d'amples fluctuations sur le marché des changes, la limite régulatrice des *gold-points* d'entrée et de sortie n'existant plus.

*
* *

Nous avons voulu tracer en ces quelques lignes le cadre général, dans lequel se déroula ce qu'on a appelé le « drame de la livre ». Le sujet de la présente étude étant la « crise de la monnaie anglaise », nous essayerons d'exposer dans les pages qui vont suivre les causes, tant profondes qu'immédiates, de l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne et de tracer la politique monétaire, financière et commerciale britannique depuis cet événement.

PREMIÈRE PARTIE

Les Causes profondes

CHAPITRE PREMIER

LE RETOUR A L'ETALON-OR

Section A

La livre avant le retour à l'or

La forme qu'a revêtue la revalorisation de la livre en 1925 paraît assez bizarre si l'on n'a pas en vue le processus suivant lequel, pendant la guerre, la livre sterling est devenue une monnaie inconvertible et le souverain a disparu de la circulation.

Tout d'abord, il convient de remarquer que le cours forcé n'a jamais été proclamé *officiellement* en Grande-Bretagne ; bien au contraire, le « Currency and Bank notes Act » (6 août 1914) autorisant la Trésorerie à émettre des « currency notes » sans lui fixer aucune limite, spécifiait (art. 1^{er}, § 3) que « le porteur d'un billet aurait le droit d'obtenir pendant les heures d'ouverture de la Banque d'Angleterre le remboursement à vue du dit billet, à sa valeur nominale, en monnaie d'or ayant cours légal dans le Royaume Uni ». Mais si l'étalon-or continuait à exister en droit, il a été en réalité aboli progressivement.

En effet, en quoi consiste l'étalon-or ? Depuis quelques années il est d'usage de distinguer trois variantes de l'étalon-or : 1. Le Gold Specie Standard ; 2. Le Gold Bullion Standard et 3. Le Gold Exchange Standard. C'est la première de ces trois variantes qui constitue ce qu'on peut appeler l'étalon-or complet, tel qu'il fonctionnait avant la guerre

en Grande-Bretagne, et dans plusieurs autres pays. Dans ce système, tel qu'il était appliqué en Grande-Bretagne, les billets de la Banque d'Angleterre (possédant cours légal en Angleterre seulement) ainsi que ceux des banques écossaises et irlandaises (ne jouissant iusqu'en 1914, nulle part du cours légal, cf. Currency and Bank notes Act, art. 4) circulaient à côté d'une importante circulation de souverains et de demi-souverains qui étaient des monnaies or. Le régime de la frappe libre¹ existant alors, la parité entre l'or monnayé et tout autre lingot de ce métal se trouvait assurée. Comme d'autre part, les billets des banques d'émission étaient librement convertibles en monnaie-or, leur valeur était rattachée à celle du métal jaune.

Le principal avantage de l'étalon-or réside dans le fait que s'il ne peut assurer la stabilité des prix que de façon tout à fait relative, par contre il assure celle du rapport des différentes monnaies qui lui sont rattachées, c'est-à-dire la stabilité du change, la valeur des différentes monnaies ne pouvant varier que dans les limites étroites des *golds points*, représentatifs des frais de transport² de l'or d'une place sur l'autre. Ainsi, si l'étalon-or avait continué à fonctionner en Grande-Bretagne jusqu'en 1925, il eût été impossible que le cours de la livre baissât sur le marché des changes. Mais nous avons déjà remarqué qu'en réalité il a été aboli.

Le 4 août 1914 M. Lloyd George, chancelier de l'Échiquier, dans son discours à la Chambre des Communes, tout en affirmant le maintien de l'étalon-or exprimait l'espoir que les Anglais se seraient montrés assez patriotes pour ne pas demander le remboursement en métal des « currency

1. En Angleterre l'Hôtel des Monnaies ne percevait même pas de frais de frappe et se contentait de ne servir aucun intérêt au public pour le métal déposé, pendant la durée de l'opération. En fait cependant, le public ne présentait pas directement des lingots d'or à la monnaie, préférant les présenter à la Banque d'Angleterre qui effectuait une retenue puisqu'elle achetait l'or au prix de £ 3 sh 17 d. 9 l'once d'or std. et ne le vendait qu'au prix de £ 3 sh. 17 d. 10 1/2, l'once std.

2. On dit généralement « frais de transport », mais on comprend sous ce terme, outre les frais de transport proprement dits, les frais d'assurance, commissions, courtages et pertes d'intérêt sur les sommes engagées dans l'affaire. V. Arnauné, *La monnaie, le crédit et le change*, Paris, 1927, p. 179.

notes ». Par la suite, le remboursement des billets (soit de banques, soit de l'État) a été rendu presque impossible ; en fait, le remboursement en or n'était pas refusé, mais le demandeur subissait un interrogatoire inquisitorial, sur ce qu'il voulait faire de l'or demandé, et s'il l'obtenait enfin, il se voyait surveillé afin que les autorités soient informées de l'usage qu'il comptait faire de l'or ainsi obtenu ¹. Par ces mesures, l'on était presque sûr de garantir contre toute demande le stock d'or de la Banque d'Angleterre et celui du Département des Currency notes. Mais, étant donné que les billets n'étaient plus convertibles en or, les souverains ainsi que l'or non monnayé auraient pu faire prime sur la livre. C'est à empêcher cette conséquence que s'est appliquée toute l'adresse britannique.

Au début des hostilités et même pendant tout l'année de 1914 la livre, bien qu'en fait inconvertible, jouissait de la situation privilégiée que lui assurait la position du marché de Londres. Ce dernier à cette époque fortement crédeur à long et à court terme se voyait obligé, du fait de la guerre, sinon de retirer ses capitaux placés à l'étranger, tout au moins de ne pas renouveler ses crédits à court terme. Ainsi, on assiste pendant le second semestre de 1914 à une brusque rentrée de capitaux à Londres, rentrée qui releva le cours de la livre vis-à-vis de la plupart des monnaies de pays neutres et tout particulièrement vis-à-vis du dollar ², car New-York était l'un des principaux débiteurs de Londres. Mais cette situation ne pouvait pas durer longtemps, et dès le début de 1915, soit à cause de l'inflation, soit à cause des gros achats anglais à l'étranger ³, la livre fléchissait sensiblement

1. Il est à remarquer qu'aux Etats-Unis aussi il a eu quelques entraves à la libre convertibilité du dollar en or, v. William Ad. Brown. Jr., *England and the new Gold std*, Londres, 1929, p. 18.

2. V. Feaveryear *The pound Sterling*, Oxford, 1931, page 306, les importations d'or en Grande-Bretagne ont dépassé de 28 millions de livres les exportations. Selon le rapport de l'« American dollar Securities Committee », (4 juin 1919), le cours du change anglo-américain était le 1^{er} août 1914, de 7 dollars la livre (parité, 4,86).

3. C'est pour diminuer ces achats et par conséquent pour soutenir le cours de la livre, que les premiers droits protecteurs qui aient été établis depuis 1846 ont été votés. Ces droits, dits droits Mackenna, sont de 33 % *ad valorem* sur un certain nombre de produits manufacturés et existent toujours, malgré l'abolition du début du premier gouvernement travailliste ; abrogation qui d'ailleurs n'a duré que quelques semaines.

sur le marché des changes et surtout vis-à-vis du dollar qui était la devise du principal pays neutre.

Pendant 1915-16 quarante neuf millions d'or ont été exportés de l'Angleterre (selon les « Board of trade Returns » qui n'ont plus été publiés pendant la guerre). La situation devenait dangereuse et les autorités durent intervenir : D'une part le cours du dollar a été stabilisé¹ aux environs de \$ 4 76 la livre (parité 4 86, 6) au début de 1916 ; ce cours, qui était sensiblement au-dessous du point de sortie de l'or anglais en temps normal, ne l'était pas en temps de guerre où les difficultés et les risques du transport (guerre sous-marine) avaient singulièrement écarté les golds points. C'est ce qui peut expliquer que les exportations d'or en 1916 aient été minimales.

D'autre part, dès le début de 1917, elles ont été rendues presque impossibles, en dehors de la volonté du Gouvernement ; en effet depuis lors, tous les bateaux entrés dans les ports britanniques se trouvaient sous le contrôle direct du gouvernement qui pouvait contrarier toute sortie d'or : et de fait, il a toujours refusé d'assurer les cargaisons d'or selon le « War Risks Insurance Scheme », ce qui rendait l'exportation pratiquement impossible.

Mais si la sortie des souverains anglais devenait quasi impossible, ces pièces pouvaient tout de même être fondues et consommées à l'intérieur pour des usages industriels ; c'est pourquoi, le 5 décembre 1916, la « Regulation 30 E », émise sous l'autorité du « Defense of the Realm Act », interdisait, sous peine de sévère répression, de fondre ou d'u-

1. Cette stabilité, avait été obtenue par la réalisation d'une grande partie du portefeuille britannique de valeurs mobilières étrangères. Le gouvernement britannique annonça le 13 déc. 1915, qu'il était prêt à acheter des fonds américains ou canadiens, détenus en Grande-Bretagne, contre des bons du Trésor, ou emprunter ces fonds pour 2 ans tout en payant aux propriétaires des fonds leurs intérêts ou dividendes augmentés d'une commission de 10 sh %. Cette mesure, qui a connu plusieurs expansions, a permis au gouvernement britannique de soutenir le cours de la livre aux environs de dol. 4,76 (en vendant les fonds ainsi acquis) jusqu'en avril 1917, époque de l'entrée en guerre des Etats-Unis qui a eu comme conséquence la solidarité financière des alliés. Notons que le Trésor britannique a groupé, à la suite de cette mesure, un portefeuille d'une valeur de £ 977 millions dont il a disposé £ 339 millions à l'étranger et £ 384 millions a rendu en 1921 à leurs propriétaires. V. le rapport de l'« American Dollar Secur. comm », déjà mentionné et l'*Economist* du 19 mars 1921, page 599..

tiliser autrement que comme monnaie toute devise métallique anglaise ou étrangère. En tout cas, ce n'est que le 18 mai 1918 qu'a été interdite en Grande-Bretagne la vente avec prime des monnaies or¹. Cette prescription, toujours en vigueur², était d'ailleurs inutile sous l'empire de l'interdiction d'exportation et de fusion des monnaies or, car personne n'avait alors intérêt à les acheter avec prime.

L'effet de toutes ces mesures a été d'empêcher l'or monnayé, les souverains, de faire prime sur les billets en circulation, malgré l'inflation et l'inconvertibilité de fait de ces derniers. Mais, ainsi, l'or monnayé devenait d'une qualité inférieure, car il ne pouvait être ni exporté, ni converti en lingots, se trouvant rattaché aux variations de la livre qui en fait n'était que du papier monnaie.

Pour que l'étalon-or fonctionne, il faut que l'or monnayé puisse être converti librement en lingots et que les lingots à leur tour frappés en monnaie, aussi librement. Si la première de ces deux voies de communication entre l'or monnayé et l'or en lingots est supprimée, la valeur de l'or monnayé peut baisser vis-à-vis de la valeur de l'or en lingots, et si c'est la seconde qui se voit abolie c'est alors l'or monnayé qui peut faire prime sur l'or en lingots. Or, l'on vient de voir que la première de ces voies de communication avec le marché de l'or avait été supprimée, ce qui autorise à se demander si l'or non monnayé a fait prime sur les souverains et les demi-souverains ? Il n'en a rien été, l'or non monnayé n'a jamais fait prime, pendant la guerre, dans le Royaume-Uni et voici pourquoi : avant la guerre le seul grand marché de l'or était Londres, métropole de l'Empire Britannique, qui produisait les 65 % environ de la production annuelle mondiale de l'or³ ; parmi les pays qui font partie de cet immense empire, l'Afrique du Sud produisait à elle seule, près de 44 % du total de la production aurifère mon-

1. V., H. F. Grady, *British war Finance*, 1927, page 39.

2. V. dans les débats parlementaires, Ch. des Communes, t. CCLXII, p. 1973, la réponse du Chancelier de l'Echiquier, 10 mars 1932.

3. Depuis la guerre la partie britannique dans la production aurifère mondiale a considérablement augmenté. Ainsi en 1932, sur une production mondiale de 23,4 millions onces d'or fin, la partie britannique représentait 17,5 millions d'onces

diale. Or, dès la déclaration de la guerre, en vertu d'un accord entre le Gouvernement de l'Union Sud-Africaine, la Banque d'Angleterre, les banques sud-africaines et les producteurs d'or, la Banque d'Angleterre obtenait le droit d'acheter en exclusivité l'or sud-africain¹ au prix de £ 3 sh 17 d. 9 par once d'or Std., c'est-à-dire au pair. Au surplus, dès le début de 1917, le marché de l'or à Londres avait été fermé², ainsi aucun cours, autre que le cours officiel, ne pouvait être coté.

C'est par toutes ces mesures minutieuses, que la Grande-Bretagne a pu pendant la guerre, malgré l'inflation des instruments de paiement et la suspension de fait, de la convertibilité des billets, empêcher toute prime de l'or, soit monnayé, soit en lingots, sur la livre.

La guerre finie, cette situation pouvait-elle continuer ? Évidemment non, car s'il est certain que pendant la guerre un marché libre d'or vraiment important n'existait nulle part et que les prix de l'or variaient de pays à pays, il était aussi certain que la guerre finie, un tel marché ne tarderait pas à s'organiser. Déjà depuis le 7 juin 1919 le marché de New-York était redevenu libre (l'embargo aux exportations de l'or qui existait depuis septembre 1917 étant levé) et prenait de plus en plus d'importance. Vis-à-vis de cette situation, quelles ont été les réactions de Londres ?

Depuis mars 1919 la solidarité financière des Alliés étant rompue, le dollar commence à faire une prime de plus en plus sensible sur la livre. D'autre part, les mesures par lesquelles, pendant la guerre les exportations d'or étaient rendues impossibles, ne pouvaient pas s'appliquer en temps de paix, et c'est ainsi que le gouvernement était mené à proclamer l'embargo aux exportations de l'or (sauf sous licence spéciale) par un « Ordre en Conseil » du 1^{er} avril 1919³, rendu sous l'autorité de la section 8 du « Customs and Inland Revenue Act » (1879), remanié en 1914, et qui donnait le pouvoir au gouvernement de prohiber l'exportation de

1. V. Bonnet, *La politique anglaise d'assainissement monétaire*, p. 104-8 et Brown, *op. cit.*, p. 6, où mention est faite d'autres accords visant la production aurifère d'autres parties de l'Empire Britannique.

2. Conf. Feaveryear, *op. cit.*, p. 307.

3. *London Gazette* 1^{er} avril 1919.

tout article aussi longtemps que l'état de guerre existait. En même temps il était annoncé¹ que l'importation d'or serait libre ; mesure sans importance, puisque l'exportation était interdite et qu'un marché d'or n'existait plus en Grande-Bretagne ; d'ailleurs, il n'y a jamais eu de difficultés en ce qui concerne les importations de métal jaune.

Les résultats de ces mesures ont été d'acheminer l'or vers New-York où il trouvait dans un marché libre un prix plus rémunérateur qu'à Londres et, d'autre part, de provoquer un ralentissement dans la production d'or en Afrique du Sud², qui, selon l'accord que nous venons de mentionner, devait être vendu au prix de £ 3 sh. 17 d. 9 once Std à la Banque d'Angleterre.

Le deuxième semestre 1919 marque une nouvelle orientation de la politique britannique de l'or car les producteurs d'or de l'Afrique du Sud arrivèrent à être partiellement libérés, dès juillet 1919, et obtinrent le droit de vendre une partie de leur production à un prix plus rémunérateur. Le gouvernement décida alors d'accorder des licences de réexportation pour l'or importé, tandis que l'interdiction à l'exportation de l'or qui se trouvait dans le Royaume-Uni continuait à demeurer en vigueur.

A la mi-septembre arriva la première cargaison d'or et fut vendue au prix de sh 98 d. 7 l'once Std., soit avec une prime de 26 %. C'est ainsi qu'après une longue période de dissimulation la dépréciation de la livre vis-à-vis de l'or apparaissait officiellement.

Depuis 1919, donc, il existait pour l'or nouveau un marché libre à Londres, mais pour l'or qui se trouvait déjà dans le Royaume-Uni l'embargo à l'exportation continuait et pour l'or monnayé il y avait encore les autres restrictions dont nous avons parlé.

Une fois les Traités de Paix conclus l'embargo établi par l'ordonnance du 1^{er} janvier 1919 perdit toute validité et le gouvernement fut amené à demander, en 1920, au Parlement, le vote du « Gold and Silver (export control) Act ». Cette loi avait un double objet³ : a) interdire pour

1. *Board of trade Journal*, 3 avril 1919.

2. V. H. Strakosch, *The value of gold in our Economic System*, Londres 1918,

3. V. T. E. Gregory, *The return to gold*, Londres, 1925, p. 31.

une période de 5 ans c'est-à-dire jusqu'au 31 décembre 1925 « et pas plus longtemps, sauf si le Parlement en décide autrement », l'exportation de monnaies or ou argent et de lingots d'or ou d'argent, sauf sous licence ; et b) prolonger sans limite de date, l'interdiction de briser ou fondre des monnaies or anglaises, coloniales ou mêmes étrangères ayant cours légal.

Cette loi a été vivement critiquée. L'*Economist* prétendait que si les exportations d'or restaient libres, mais le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre était élevé à 5 %, il serait fort probable que la livre monterait au pair et qu'il n'y aurait pas eu d'exportations d'or. M. W. Ad. Brown (*op. cit.* 12), par contre, avait soutenu qu'il fallait laisser libres les sorties de l'or afin que tout l'or soit concentré aux Etats-Unis ce qui ne manquerait pas d'amener sa dépréciation.

En conclusion de ce développement nous constatons que, malgré que pendant la guerre et jusqu'en 1925 la livre a été pratiquement inconvertible : a) jusqu'en 1919, l'or n'a pas fait une prime de façon sensible sur elle, sauf en 1915 année pendant laquelle l'or a pu sortir de l'Angleterre ; b) après 1919, l'on peut distinguer deux valeurs de l'or en Grande-Bretagne : 1^o la valeur de l'or importé et jouissant du droit d'être réexporté, qui évolue librement et représente le rapport réel de la livre et de l'or ; 2^o la valeur de l'or existant dans le Royaume-Uni qui, à la suite des différentes prohibitions et surtout de l'embargo à l'exportation, se trouvait séparé du stock de métal précieux qui existait dans le monde et n'avait qu'un prix officiel, celui de sh 77 d. 9 par once Strd, soit la valeur en or de la livre au pair.

On voit combien cette seconde valeur était artificielle ; pour sortir de cette fausse situation il fallait que la valeur de la livre vis-à-vis de l'or en général, s'élevât. C'est à cela que la politique monétaire britannique s'est appliquée dès janvier 1920. Le 15 décembre 1919 le chancelier de l'Échiquier sir Austin Chamberlain déclarait à la Chambre des Communes qu'il mettrait en application les principales re-

commandations des rapports du Comité Cunliffe ¹ et émettait aussitôt une « Minute du Trésor » dont l'application devait commencer à partir du 1^{er} janvier 1920. Suivant cette « Minute » le maximum de l'émission fiduciaire des Currency-Notes se trouvait fixé au chiffre de : £ 320, 600.000 pour l'année 1920. Les Currency-Notes en circulation, qui excédaient ce chiffre, devaient être entièrement couverts soit par de l'or, soit par des billets de la Banque d'Angleterre ² dont l'émission était limitée ³. Pour les années à venir (comme le prévoyait cette même « Minute ») le maximum de l'émission fiduciaire serait le maximum de la circulation fiduciaire de Currency-Notes atteint effectivement au cours de l'année précédente.

En fait, pendant les années qui suivirent, la circulation monétaire diminua ainsi que les dépôts en banque. Cette déflation pour légère qu'elle ait été, devait améliorer la valeur de la livre, mais il y a eu encore d'autres facteurs favorables à la hausse de la livre. Parmi eux, il convient de citer : la confiance dans la politique de la Grande-Bretagne, résultat de la disparition depuis 1920-21, des déficits budgétaires ; le règlement, en 1923, de la dette vis-à-vis des Etats-Unis (accord Baldwin) qui délivrait les finances et le change britannique de la crainte d'une brusque demande de remboursement de la part des États-Unis ; la baisse du pouvoir d'achat du dollar, principale monnaie or, à la suite de la hausse des prix aux Etats-Unis qui sui-

1. Committee on Currency and Foreign Exchanges, First interim Report 15 août 1918. Rapport définitif 3 décembre 1919. — La politique monétaire préconisée dans ces deux rapports fut scrupuleusement suivie jusqu'en 1925. Nous aurons à parler plusieurs fois de cette politique, mais, nous ne lui consacrerons pas un développement spécial vu qu'elle a été étudiée, plusieurs fois et dans des ouvrages excellents. (Pour ne citer que ceux français, v. Charles Rist, *La déflation en pratique*, Paris, 1924, G. Edg. Bonnet, *La politique anglaise d'assainissement monétaire*, Paris, 1923 ; J. P. Lazard, *Politique et théories monétaires anglaises depuis la guerre*, Paris, 1926).

2. La couverture des currency notes le 7 janvier 1920, était constituée comme suit : 1^o titres du gouvernement : £ 330.481.000 ; 2^o or : £ 28.500.000 ; 3^o billets de la Banque : £ 4 millions.

3. Tout au moins en pratique, car nous avons vu que la Banque d'Angleterre était autorisée d'après l'Act de 1914 de dépasser les limites posées à son émission fiduciaire par l'Act de Peel. En fait elle n'usa de ses droits que les 7 et 8 août 1914 et pour une somme d'environ 3 millions de livres. V. White paper, 370 du 14 oct. 1915 et Feaveryear, *op. cit.*, p. 300.

vit le « slump » de 1921 et enfin vers la fin de 1925 et le début de 1925, la spéculation à la hausse de la livre.

Pendant les semaines qui précédèrent le 28 avril 1925, le cours de la livre vis-à-vis de l'or (libre) et sur le marché des changes côtoyait le pair, la différence de prix, en livres, de l'or libre et de l'or sous le régime de l'embargo avait presque disparue et c'est alors, que le Chancelier leva l'embargo aux exportations de l'or anglais, ne craignant plus son exode, puisque la livre valait non seulement au nominal mais aussi effectivement 113 1 grains d'or fin.

623

Section B

Les réformes monétaires de 1925 et de 1928

Le 28 avril 1925, M. Winston Churchill, chancelier de l'Échiquier, prononçait son premier « Budget Speech » : dès le début, il annonçait son intention de ne pas demander la prolongation du « Gold and Silver (export control) Act », de 1920 qui venait à expiration le 31 décembre suivant, et encore plus, que le gouvernement accorderait le jour même (28 avril 1925) une licence générale d'exportation d'or à la Banque d'Angleterre. Cette licence une fois accordée, la livre-papier se trouvait rattachée à l'or et devenait équivalente au souverain d'avant-guerre.

A la suite, la Banque d'Angleterre se voyait obligée de convertir en espèces or et à vue tous ses billets et non seulement ses billets mais aussi ceux du Trésor, qui, suivant l'art. 1 du « Currency and Bank Notes Act » 1914, étaient convertibles en espèces-or à ses guichets. C'est pour parer à la première de ces conséquences (remboursement en espèces) que la réforme de 1925 fut votée. En ce qui concerne la double circulation des billets, son unification ne date que de 1928.

§ 1. *La réforme de 1925*

Elle a été effectuée quelques jours après le retour à l'étalon-or, par le « God Standard Act » de 1925.

Si cette réforme n'avait pas eu lieu, la Grande-Bretagne serait automatiquement revenue au système monétaire d'avant-guerre : tous les billets ayant cours légal dans le Royaume-Uni seraient convertibles en or à vue et en espèces et toute personne aurait le droit d'apporter de l'or en lingots à la Monnaie et d'en demander l'essayage et la frappe en souverains ou demi-souverains selon la section 8 du « Coinage Act » de 1870¹.

Pour des raisons d'économie du métal précieux, la Grande-Bretagne n'a pas voulu revenir à ce système et le Gold Standard Act de 1925 établit la variante du Gold Standard connu sous le nom de Gold Bullion, variante qui d'ailleurs n'était pas inconnue en Angleterre puisqu'elle avait été préconisée par le fameux « Bullion Report » et effectivement appliquée de 1819 à 1821².

Selon cette modalité de l'étalon-or, moins parfaite que celle du Gold Specie Standard, dont il a été parlé plus haut, nous avons l'étalon-or sans avoir une monnaie or ; l'or monnayé ne circule pas, les billets ne sont plus remboursables en espèces et pourtant l'étalon-or existe. En effet pour que l'étalon-or existe il n'est pas indispensable que l'or circule effectivement à l'intérieur d'un pays, il suffit que la banque d'émission soit obligée d'acheter et de vendre l'or à un prix déterminé. Si cette obligation existe, l'or ne peut être ni plus cher que le prix de vente de la Banque, — car celui qui voudrait l'acheter pourrait sans payer plus cher se procurer l'or qu'il désire à la Banque — ni moins cher que le prix d'achat de la Banque, — car s'il ne trouve preneur sur le marché il pourra le vendre à la banque au prix fixé.

C'est donc ce système qui venait d'être appliqué en Gran-

1. Bien entendu, le droit de frappe libre n'a cessé d'exister pendant la période de dépréciation de la livre.. Mais, en raison même de cette dépréciation et de la défense de fondre les monnaies or, personne n'avait intérêt à exercer ce droit, tandis qu'une fois la livre revenue au pair ce droit pourrait devenir effectif

2. V. *Débats parlementaires Chambre des Communes*, t. CLXXXIII, p. 621, 1925.

de-Bretagne à la suite du Gold Standard Act de 1925 dont l'article premier commençait par abolir la convertibilité en espèces des billets de la Banque d'Angleterre et des Currency Notes, ainsi que le droit de frapper libre; la Banque d'Angleterre conservait seule, le droit de faire frapper l'or qu'elle apportait à la Monnaie.

Par contre le second § de ce même article consacrait l'obligation de l'Institut d'émission britannique de vendre « à toute personne qui en fera la demande au siège principal de la banque, pendant les heures d'ouverture et qui en paiera le prix en n'importe quelle monnaie ayant cours légal, des lingots d'or, au degré de fin prescrit pour les espèces d'or par le « Coinage Act » de 1870 (11/12) au prix de 3 livres 17 sh 10 1/2 d. par once troy, mais seulement sous forme de barres contenant approximativement 400 onces troy d'or fin ». Le poids est celui des barres d'or importées de l'Afrique et comme chaque once troy d'or fin coûte £ 4 sh 4 d. 11 1/2 chaque barre coûterait approximativement £ 1700¹. Il est évident qu'ils n'achèteraient de l'or en si grande quantité, que ceux qui se proposaient d'effectuer des paiements à l'étranger.

Si d'autre part, l'obligation faite à la Banque d'acheter l'or en lingots à un prix fixe n'est pas mentionnée dans le Gold Standard Act 1925, c'est parce qu'elle existait depuis une époque beaucoup plus ancienne; on la rencontre déjà dans le Bank Act de 1844 (section 4) qui obligeait la Banque d'Angleterre à acheter tout l'or qui lui serait présenté au prix minimum de 3 livres 17 sh 9 d par once d'or standard².

1. Indiquons à titre de curiosité que les barres délivrées entre 1818-1821, étaient du poids de 60 onces d'or Standard chacune. V. *Déb. Parl. Ch. des Comm.*, t. LXXXIII, p. 622.

2. Il est certain que l'obligation de la Banque d'acheter de l'or au prix fixé n'a pas été abrogée par l'Act de 1925. Néanmoins M. Gausse, *La réforme monétaire anglaise*, Paris, 1928, p. 58, exprime des doutes sur l'existence de cette obligation de la Banque après le Gold Standard Act de 1925 et base cette opinion sur une réponse de M. Churchill à M. Snowden, aux Communes, pendant la discussion du Gold Standard Act, de 1925. Pourtant cette réponse est particulièrement explicite, car le Chancelier de l'Echiquier a répondu à M. Snowden, demandant la suppression de la section 4 du Bank Act 1844, que cela ne pouvait pas se faire, car pour le fonctionnement de l'étalon-or, il faut que la Banque d'émission ait l'obligation de vendre et d'acheter de l'or à un prix fixe. V. *Déb. parl. Ch. des Comm.*, t. CXXXVIII, p. 674 à 677.

§ 2. *La réforme de 1928* ¹

L'objet principal du « Currency and Bank notes Act » de 1928 est la fusion des Currency-Notes avec les billets de la Banque d'Angleterre. On sait que d'après l'Act de Peel la Banque d'Angleterre n'avait le droit d'émettre des billets que contre de l'or plus une somme fixée, (qui en 1928² montait à 19.750.000 de livres) ayant comme contrepartie la dette initiale du gouvernement vis-à-vis de la Banque, soit 11 millions de livres et un portefeuille de titres, pour le surplus.

Pour permettre donc à la Banque d'absorber les Currency Notes qui, depuis 1925, n'étaient couvertes que par des titres du Gouvernement et, pour une quantité beaucoup plus restreinte par des billets de la Banque, il aurait fallu que les limites posées à l'émission fiduciaire de la Banque d'Angleterre par l'Act de Peel soient élargies et aussi, vu que la Banque n'avait pas le droit d'émettre des coupures au-dessous de 5 livres et que le total des Currency Notes était constitué par des coupures d'une livre et de 10 sh. le droit d'émettre de telles coupures devrait être reconnu à la Banque.

Ces deux questions ont été réglées par le « Currency and Bank Notes Act » de 1928 qui accorda le droit à la Banque d'émettre des billets d'une livre et de 10 sh. et éleva le plafond de son émission fiduciaire à 260.000.000 de livres.

Ce chiffre demande quelques explications. Depuis 1923 le plafond fixé à l'émission fiduciaire des Currency

1. Il serait peut-être préférable de ne parler de la réforme de 1928 que plus tard en traitant de la politique monétaire britannique après la revalorisation de 1925 ; si nous parlons ici c'est 1^o parce qu'elle peut être considérée comme un complément de la réforme de 1925 et 2^o parce qu'à cause de son caractère elle n'a pas marqué une nouvelle orientation de la politique monétaire britannique, se bornant de consacrer définitivement une pratique établie. Il serait donc quelque peu difficile, en traitant plus tard de la politique monétaire britannique d'introduire l'étude d'une mesure législative qui ne l'a guère influencée.

2. En 1844, elle ne montait qu'à 14 millions de livres, mais la Banque avait la faculté de recueillir les 2/3 des émissions autorisées de toute banque locale, qui dans la suite, renonceraient à toute émission de billets. C'est grâce à ces renonciations que le maximum de l'émission fiduciaire de la Banque passa à 19.750.000 livres en 1928. V. H. Withers, *Qu'est-ce que la monnaie ?* traduction française 1932, p. 237.

Notes pour chaque année, selon la « Minute » du Trésor du 15 décembre 1919, variait peu par rapport à celui de l'année précédente et en tout cas le maximum pour 1928 était de £ 244,940.000. A ce chiffre, on ajouta le montant de l'émission fiduciaire de la Banque 19.750.000 livres ce qui faisait un total de £ 264.690.000. Mais, étant donné que 5 ou 6 millions de livres (en Currency Notes) circulaient dans l'État Libre d'Irlande et devaient être remplacées par des billets irlandais, le plafond de l'émission fiduciaire de la Banque fut ramené à 260¹ millions de livres.

On voit donc que cette loi loin d'innover, se bornait à fixer légalement le maximum de l'émission fiduciaire, maximum qui était resté sensiblement le même pendant plusieurs années.

Mais, contrairement à ce qui se passait sous l'empire du « Bank Act », de 1844, ce maximum n'était pas immuable. On se souvient que déjà l'art. 3 du « Currency Act » de 1914 permettait à la Banque de dépasser la limite fixée à son émission fiduciaire par l'Act de Peel, mais que la Banque s'était efforcée de rentrer volontairement dans ces limites, — après les avoir dépassées quelques jours seulement — ; ce qui d'ailleurs ne l'empêchait pas de profiter de cette autorisation quand elle l'eut voulu, état de fait qui demeura jusqu'en 1928 comme une menace latente d'inflation. Le Bank Act de 1928 s'est efforcé, tout en fixant une limite à l'émission fiduciaire de la Banque, de la rendre élastique, c'est la raison des dispositions introduites dans la section 8 de cet Act : « Si la Banque, à quelque époque que ce soit, indique à la Trésorerie l'opportunité d'accroître le montant de l'émission fiduciaire jusqu'à un certain chiffre spécifié, supé-

1. V. *Déb. Parl. Ch. des Comm.*, t. ccxvii, p. 399, 1928, discours du Secrétaire Financier de la Trésorerie. Le plafond de 260 millions de livres fut vivement critiqué et dans la Chambre par le parti travailliste, qui voudrait une augmentation de l'émission fiduciaire et dans la presse économique. V. par exemple la lettre de M. Keynes, au *Times* qui proposait un plafond de 300 millions de livres. V. aussi les critiques de ce même journal, 14 avril 1928, contre le maximum de 260 millions livres. Le « *Statist* » (1928, p. 815), de sa part voudrait que le maximum soit fixé à 275 millions de livres.

rieur à 260 millions de livres, la Trésorerie pourra autoriser la Banque à émettre des billets pour un tel chiffre, mais sans dépasser le montant déterminé et pour telle période n'excédant pas 6 mois, que la Trésorerie jugera convenable. Toute autorisation ainsi donnée pourra être renouvelée ou modifiée de temps en temps, pourvu qu'elle ne soit pas renouvelée de façon à rester en application... après l'expiration d'une période de deux ans, à partir de la date à laquelle elle aura été à l'origine octroyée, à moins que le Parlement n'en décide autrement ».

Par ces dispositions on voit se légaliser une procédure qui a été appliquée 4 fois au cours du XIX^e siècle et qui a été régularisée chaque fois, après coup, par la présentation de la part du Gouvernement d'un « bill of indemnity ». La procédure introduite par l'Act de 1928 a donné lieu à d'importants débats aux Communes car d'aucuns prétendaient que l'annonce de la mise en application de cette procédure provoquerait une panique, parce qu'elle serait considérée comme le signe d'une situation dangereuse, mais le Secrétaire financier de la Trésorerie leur répliqua (V. Déb. Parl., *loc. cit.*) que ce ne serait pas en temps de crise qu'une telle mesure serait prise mais toutes les fois qu'un resserrement d'instruments monétaires se serait fait sentir, par exemple, à la suite d'une sortie d'or diminuant le montant des billets gagés par du métal. Dans cette hypothèse la circulation fiduciaire devrait être augmentée afin que « la base du crédit » resta stable. On reviendra, d'ailleurs, plus tard sur cette politique de stabilité.

La même procédure était prévue pour le cas d'une réduction du montant de l'émission fiduciaire de la Banque avec cette différence qu'aucune limitation de temps n'était imposée.

La couverture de l'émission fiduciaire de la Banque serait constituée : 1^o par la dette du Gouvernement à la Banque, qui se chiffrait à 11 millions de livres, et par le portefeuille-titres de la Banque qui servait de couverture à son émission fiduciaire avant la fusion, 2^o d'une partie des fonds du « Compte de rachat des Currency Notes », à

transférer à la Banque et qui équivaldrait en valeur au montant des Currency Notes transférées. Ce « Compte de rachat des Currency Notes » comprenait pour la majeure partie des fonds d'État, pour une autre partie des valeurs diverses, pour une autre encore des billets de la Banque et pour une dernière enfin de l'argent monnayé. Ainsi la couverture de l'émission fiduciaire de la Banque, après le 22 novembre 1928, (date de la fusion des deux circulations) était constituée pour la plus grande partie par la dette du Gouvernement et des fonds d'État (244,6 millions de livres le lendemain de la fusion). Les « autres valeurs » n'intervenaient que pour 10,2 millions de livres, et l'argent monnayé¹ pour 5,2 millions de livres, soit au total les 260 millions de livres, montant de l'émission fiduciaire.

La section 6 de l'Act de 1928 stipule que les bénéfices du département de l'émission de la Banque seront versés au Trésor : donc d'après cette disposition les intérêts du Portefeuille (servant comme couverture de l'émission fiduciaire de la Banque) seront touchés par le Trésor.

Une autre disposition intéressante de cet Act est celle de la section 11 qui donne le droit à la Banque, aussi longtemps que la section 1 du Gold Standard Act de 1925 est en vigueur, — c'est-à-dire aussi longtemps que la Monnaie n'est pas tenue de frapper en monnaie l'or qui lui serait apporté par des particuliers —, en vue de concentrer les réserves d'or du pays, d'exiger (sous certaines réserves) de toute personne détenant de l'or d'une valeur dépassant 10.000 livres de lui vendre la totalité ou partie de son métal².

1. Bien entendu il s'agit des monnaies argent qui, après l'Act du 31 mars 1921, ne contiennent que pour la moitié de l'argent (avant 1920, le titre des monnaies d'argent anglaises était de 925 millièmes). Le stock de monnaie argent s'est constitué entre 1920-23 période de déflation pendant laquelle la monnaie-argent en circulation diminua de 9,5 millions de livres (V. *Déb. Parl. Ch. des Comm.*, t. ccviii, p. 41, 1927). La section 3, § 2 du Bank Act 1928, dispose que le total des pièces argent, servant de garantie à l'émission fiduciaire ne saurait dépasser les 5 millions 1/2. En fait, depuis 1928, il a constamment diminué.

2. Cette opération présenterait un certain profit pour le Trésor qui, nous l'avons dit, touche les profits du département de l'émission de la Banque car la Banque qui vend l'or au prix de 77 sh d. 10 $\frac{1}{2}$ l'once Stand; l'achète au prix de 77 sh. 9 d.

Il est difficile de se renseigner si la Banque a mis en application ou non les droits qui lui ont été ainsi conférés ; ce qui nous fait pencher vers l'affirmative est que, à considérer les statistiques d'entrée et de sortie d'or en Grande-Bretagne on remarque qu'en 1928 il est sorti de l'or pour 12 millions 715.000 livres de plus qu'il n'en est rentré et qu'au contraire pendant cette même année le stock-or de la Banque d'Angleterre augmenta de 2 millions (153,9 millions livres janvier et 155,9 m. livres décembre). Mais ce n'est là qu'une indication.

Section C

Mesures prises pour renforcer la situation de la livre après sa revalorisation

Dès 1919, comme il a été déjà indiqué, la politique déclarée de tous les Gouvernements britanniques avait été la révalorisation de la livre : l'équilibre budgétaire acquis depuis 1920, la déflation des instruments de paiement, l'amortissement de la dette publique (à la suite duquel elle passa de livres 7,831,744,300 en 1920 à £ 7,646,371,788 en 1925) et la consolidation de la dette vis-à-vis de l'Amérique, la conversion progressive enfin de l'énorme dette flottante en obligations à plus longue échéance¹, telle est la série des mesures qui eurent pour conséquence de ramener la confiance en la livre, à une époque où les monnaies dignes de confiance pouvaient se compter sur les doigts.

Dans le second semestre 1924 l'avènement des conservateurs au pouvoir donna le signal du départ à un mouvement spéculatif qui ramena la livre aux environs du pair vis-à-vis du dollar, cours qui fut maintenu jusqu'au moment où le rattachement de la livre à l'or fut officiellement proclamé, ce qui limita ses fluctuations dans les limites des *gold-points*.

1. V., E. L. Hargreaves, *The National Debt*, Londres, 1930, Ch. XIII, war and post war borrowings, surtout p. 258 et suiv.

Mais si les porteurs de capitaux qui avaient spéculé à la hausse de la livre voulaient, une fois la revalorisation accomplie, réaliser leurs bénéfices, une sortie des capitaux serait imminente, d'autant plus importante qu'une nouvelle spéculation, à la baisse cette fois-ci, pourrait en découler.

En effet (ainsi que nous l'exposerons plus loin) la couverture de la Banque d'Angleterre, soit en or, soit en devises, n'était pas assez forte et les exigences du marché de Londres sur des places étrangères étaient sûrement moindres que les exigences sur Londres des autres marchés¹. La balance commerciale, largement déficitaire, était couverte par les autres éléments de la balance des comptes (revenu des placements à l'étranger, frêts, gains de la Cité) mais les nouveaux placements à l'étranger laissaient à peine une marge favorable² et pour la plupart des années transformaient en défavorable la balance des comptes britannique.

Il est vrai que la balance des paiements d'un pays ne peut qu'être en équilibre ; mais si un pays prête à long terme à l'étranger au-delà de ce que l'excédent de sa balance de comptes lui permet, c'est qu'il emprunte (à court terme, dans notre cas) lui aussi à l'étranger. Ainsi les exigences de Londres sur des places étrangères diminuaient au même temps où les exigences de ces dernières sur Londres augmentaient.

On voit d'après ce bref aperçu que la convertibilité de la livre paraîtrait assez précaire si d'autres mesures n'avaient été prise par les autorités pour renforcer la situation créditrice de la place de Londres. Ces mesures peuvent être classées comme suit : 1^o renforcement de l'encaisse de la Banque, 2^o crédits de l'étranger, 3^o embargo aux émissions pour compte de l'étranger sur la place de Londres 4^o approvisionnement en devises néces-

1. M. Keynes, *Essays in Persuasion*, Londres, 1931, p. 229, relate qu'en 1924, et surtout pendant le deuxième semestre, il y a eu un mouvement des capitaux de New-York en faveur de Londres d'une ampleur de 100 millions de dollars

2. V. Keynes, *op. cit.*, part. III, « The return to Gold » et Francis Murat, *La politique des placements à long terme*, Paris, 1932, surtout p. 41 et suiv.

saïres pour le service de la dette extérieure 5^o hausse du taux d'escompte de la Banque.

§ 1. — *Renforcement de l'encaisse de la Banque*

L'encaisse de la Banque d'Angleterre s'élevait à la veille de la guerre aux environs de 40 millions de livres ; à côté de cette encaisse, une circulation d'or en souverains et demi-souverains existait dont le montant avait été estimé à 123 millions de livres¹. Pendant la guerre, cette circulation a complètement disparu, pour une partie rentrée dans les caisses de la Banque, pour une autre exportée et pour une autre encore soit thésaurisée soit convertie (malgré la prohibition) en lingots. Au contraire, l'encaisse-or de la Banque n'a cessé d'augmenter pendant la guerre et jusqu'en 1920, passant à 128.3 millions de livres. Cet accroissement est dû aux achats d'or par la Banque (convention avec les producteurs de l'Afrique du Sud), à la résorption d'une partie de la circulation or et, dans une certaine mesure, aux dépôts d'or que plusieurs puissances belligérantes effectuaient à Londres pour obtenir des avances².

Après 1920, l'encaisse de la Banque reste stationnaire, car depuis cette année et jusqu'en 1925 il a été impossible d'obtenir de l'or au prix statutaire et la Banque ne pouvant pas le payer plus cher n'était plus preneuse du métal jaune. L'émission des billets de la Banque suit l'évolution de son encaisse passant à 148 millions³ environ en 1920 et restant presque constamment à ce niveau jusqu'à l'époque de la revalorisation de la livre.

1. V. l'estimation du premier rapport Cunliffe et Feaveryear, *op. cit.*, p. 311

2. V. en ce qui concerne les crédits accordés à la France et les gages d'or français déposés à la Banque d'Angleterre, le n^o du 7 avril 1927, de l'*Europe Nouvelle*, et Paul Einzig, *The fight for financial supremacy*, Londres, 1931. p. 87. Remarquons néanmoins que les 24 millions livres or déposés à la Banque d'Angleterre en 1916, comme gage d'un prêt accordé à la Banque de France, n'ont jamais été comptés comme faisant partie de l'encaisse de la Banque d'Angleterre et en 1927 ont été intégralement remboursés.

3. Ce chiffre représente, bien entendu, les billets émis par la Banque d'Angleterre soit en circulation, soit détenus au département bancaire ou dans le « Compte de rachat de Currency Notes. »

Il est donc bien clair que la Banque d'Angleterre, s'est trouvée pendant toute cette période dans les limites posées, à son émission, par l'Act de Peel, la grande augmentation du total des billets émis par elle résultant principalement de l'augmentation de son encaisse-or et dans une partie beaucoup plus modeste de l'application même de l'Act de Peel, qui permettait à la Banque, d'augmenter le montant de son émission fiduciaire des $2/3$ de l'émission autorisée de toute banque locale qui, par la suite renoncerait à émettre des billets. (V. ci-dessus, chapitre 1^{er}, sect. B, § 2). Ainsi, en avril 1925, au moment de la revalorisation de la livre, l'encaisse de la Banque était tout à fait suffisante pour garantir la convertibilité des billets émis par elle.

Mais on sait que depuis 1914 les billets de la Banque d'Angleterre n'étaient pas les seuls à jouir du cours légal. Si on laisse de côté les billets de banques écossaises et irlandaises qui, quoique jouissant, depuis 1914, du cours légal n'ont jamais eu une circulation importante, on ne peut pas en faire de même pour les billets émis par le Trésor, les fameuses « currency notes » qui ont constitué une véritable inflation d'instruments monétaires. Leur naissance et leur diffusion ont été plusieurs fois étudiées¹; nous nous contenterons de les rappeler en quelques mots.

Dès le début de la guerre le Gouvernement britannique s'est fait ouvrir des crédits à la Banque (Ways and Means advances); au fur et à mesure que ces crédits étaient utilisés, (ce qui se traduisait par une augmentation des « autres dépôts » à la Banque, et signifiait élargissement des bases du crédit permettant au Joint-stock Banks un gonflement de leurs dépôts), les moyens de paiement du public se trouvaient accrus.

Quand le gouvernement emettait un emprunt² les titres étaient souscrits soit par les banques, soit par le

1. V. surtout le premier rapport Cunliffe, conf. Georges Lacout, *Le retour à l'étalon-or*, Paris 1926.

2. Il faut se rappeler qu'en Angleterre, 90 % des paiements sont effectués par chèques.

3. Sur les relations entre emprunts et inflation, v. une analyse plus poussée dans le discours de M. Mc Kenna, du 29-1-1920, dans Mc Kenna, *Post-war, Banking policy*, p. 10-13.

public. Dans les deux cas, l'opération se traduisait par une diminution des « autres dépôts » et une augmentation des dépôts du Gouvernement à la Banque d'Angleterre, dont l'État se servait pour lui rembourser les avances qu'elle lui avait accordées. Plus tard, une nouvelle avance à l'État se traduisait, après dépense, par un nouveau gonflement des « autres dépôts » (à la B. d'Angleterre) suivi d'une nouvelle augmentation des dépôts en banques, et ainsi de suite¹.

Le gonflement des « autres dépôts » à la Banque pouvait continuer indéfiniment puisque la Banque, aux termes de ses statuts n'était soumise à aucune limite en ce qui concerne le montant de ses dépôts. Mais le pouvoir d'achat du public se trouvant ainsi augmenté, une hausse de prix ne tarda pas à en résulter, hausse qui entraîna comme conséquence une plus grande demande de monnaie de la part du public. Ainsi le public se trouva amené à réclamer² de la monnaie contre une partie de ses dépôts en banque ; les banques, à leur tour, pour faire face à cette demande, devaient obtenir des billets contre une partie de leurs dépôts à la Banque d'Angleterre. Mais si le montant des dépôts à la Banque d'Angleterre n'est pas limité, le montant des billets qu'elle a le droit d'émettre l'est, au contraire, très strictement. Devant une telle situation, (et à moins que d'autres mesures ne fussent prises), la Banque d'Angleterre, gênée par cette demande de billets, aurait été amenée à élever son taux d'escompte, et une déflation de crédits aurait résulté.

Mais, pendant la période que nous décrivons un tel procédé était inutile car le Trésor pouvait émettre des billets en quantité illimitée. Il s'ensuivait que lorsqu'une

1. La compréhension de ce développement nécessite la connaissance de l'organisation du marché de Londres sur laquelle nous ne pouvons pas insister. V. la description de ce marché dans H. Withers, *Qu'est-ce que la monnaie ?* et dans le rapport Mac Millan (1^{re} partie) dont nous aurons à parler plus loin.

2. C'est là la thèse officielle soutenue par la presque unanimité des auteurs « les currency notes étaient émises seulement pour satisfaire à la demande ». V. pourtant une opinion contraire dans Sir Bernard Mallet et C. Oswald George, *British Budgets*, (1913-14 à 1920-21), Londres 1929.

banque, avait besoin de billets, elle demandait au « Département des Currency Notes », la quantité de coupures qui lui était nécessaire et transférait à son compte (c'est-à-dire au compte du Cur. Notes Département) une partie équivalente de son solde créditeur à la Banque d'Angleterre ; à son tour le « Département de Currency Notes », transférait ce crédit à la Banque d'Angleterre, à la Trésorerie, qui lui remettait, presque toujours, des titres d'Etat, constituant la couverture des Currency Notes.

L'Etat (par l'intermédiaire de la Trésorerie) se trouvait ainsi disposer d'un crédit à la Banque d'Angleterre qu'il utilisait pour rembourser les avances que cette dernière lui avait consenties. Après quoi, le Gouvernement ne tardait pas à demander à la Banque l'ouverture d'un crédit nouveau et le processus déjà décrit se répétait, provoquant chaque fois une nouvelle augmentation des dépôts en banques et des Currency Notes en circulation.

Nous n'insistons pas plus longtemps sur le processus de l'inflation en Angleterre, nous nous contenterons seulement de reproduire quelques chiffres qui prouvent assez éloquemment l'ampleur de l'inflation anglaise pendant la guerre : les dépôts et comptes-courants créditeurs dans les dix London Clearing Banks, sont passés de 700 millions livres environ en 1914 à 1 milliards 700 millions de livres en 1920 pour diminuer faiblement jusqu'en 1925 (1 milliard 600 millions). Le montant de Currency Notes, qui à la veille de la guerre était de zéro, passa à 365 millions de livres (fin 1920), pour ne diminuer que faiblement jusqu'en 1925 (291 millions).

En avril 1925 la couverture des Currency Notes était constituée pour une très grande partie par des titres d'Etat et pour une proportion relativement minime par de l'or (£ 28,5 millions de 1915 au 20 juillet 1922 et £ 27 millions depuis cette date) et par des billets de la Banque (27 millions environ). Donc la partie fiduciaire des Currency Notes était au moment de la stabilisation d'une grandeur d'environ 240 millions de livres.

On constate ainsi qu'il y avait, au moment de la stabilisation de la livre, deux circulations distinctes de bil-

lets : l'une de la Banque d'Angleterre, jouissant d'une bonne couverture métallique et l'autre, celle de la Trésorerie, dont la principale couverture était constituée par des valeurs d'État. Mais, en pratique, ces deux circulations se confondaient car les billets de la Banque et ceux de la Trésorerie étaient interchangeableables et c'était la Banque qui selon le « Currency Act » de 1914 était obligée d'échanger contre de l'or, les Currency Notes aussi bien que ses propres billets. Dès lors, on est en droit de se demander pourquoi cette double circulation continuait, ou encore plus, les raisons de sa création.

A vrai dire, la seconde question n'a jamais été élucidée¹ ; en ce qui concerne la première ce furent surtout des questions techniques qui ajournèrent la fusion légale des deux circulations, jusqu'en 1928. Le rapport Bradbury donne deux raisons déterminantes : d'une part la Banque d'Angleterre n'avait pas encore les installations nécessaires pour procéder à l'impression des billets qui devaient remplacer les Currency Notes, et d'autre part (c'est ici l'argument qui a le plus de valeur) étant donné que la déflation continuait le chiffre de l'émission fiduciaire n'était pas encore fixé et selon toute probabilité ne pourrait l'être que vers la fin de 1927. De la sorte, ce n'est que vers le début de 1928 que la fusion des deux circulations aurait dû avoir lieu. Cette fusion serait accompagnée d'une modification de l'Act de Peel permettant à la Banque d'augmenter le montant de son émission fiduciaire, de la partie fiduciaire du montant des Currency Notes.

Ayant ainsi expliqué pourquoi les deux circulations continuaient à exister en Grande-Bretagne, malgré qu'en fait les deux sortes de billets étaient interchangeableables et que la Banque seule était obligée de les rembourser en or (obligation qui devenait effective après le retour à l'étalon-or), nous constatons que l'encaisse-or de la Banque qui se montait en mars 1925 à 128,7 millions de li-

1. V., H. Withers, *op. cit.*, p. 235, et les hypothèses de M. Georges Lacout *op. cit.*, p. 61.

vres, était insuffisante et de beaucoup inférieure à l'encaisse indiquée comme minimum par le Comité Cunliffe (150 millions de livres), ne représentant qu'un pourcentage inférieur à 33 % du total de la circulation monétaire qu'elle garantissait.

Pour renforcer l'encaisse de la Banque d'Angleterre, le Comité Bradbury avait proposé la fusion immédiate de l'encaisse du Trésor (27 millions de livres) avec celle de la Banque et c'est à la suite de cette fusion qu'on voit dans le bilan de la Banque d'Angleterre du 29 avril 1925 une brusque augmentation de l'encaisse or qui passa de £ 128,732,103 la semaine précédente à 155,742,064.

L'opération a été effectuée comme suit : la Banque a émis pour 27 millions de livres de billets et les versa au « Currency Notes Department » qui lui donna en contre-partie les 27 millions d'or qu'il possédait. A la suite de cette opération ni l'émission fiduciaire de la Banque n'augmenta, puisqu'elle avait émis 27 millions de livres contre 27 millions d'or, ni celle des Currency Notes car les 27 millions de livres en billets de la Banque sont rentrés dans les « Currency Notes Département » comme couverture des 27 millions des Currency Notes précédemment couvertes par de l'or.

Voilà comment la question du renforcement de l'encaisse métallique de la Banque a été résolue presque simultanément avec le rétablissement de l'étalon-or. Mais même cette encaisse était-elle suffisante ? C'est ce que nous verrons en critiquant la revalorisation de 1925.

§ 2. *Crédits obtenus de l'Etranger*

Les mois qui précédèrent la revalorisation de la livre furent marqués par une très forte demande de livres et de valeurs anglaises ; on sait que la finance internationale jouait à la hausse de la devise britannique. Mais une fois la revalorisation accomplie on aurait pu craindre que les capitaux étrangers investis en livres, ne commencent à sortir, afin de réaliser en d'autres devises ou en or leurs gains résultant de la hausse de la livre. Et le cours de

la livre s'abaissant (à la suite de la sortie des capitaux étrangers) aux environs du point de sortie de l'or, de grosses sorties d'or auraient pu avoir lieu, qui créeraient une certaine atmosphère de panique précipitant la sortie des capitaux.

C'est ce que craignaient les autorités britanniques ; la spéculation qu'avait amené la revalorisation de la livre pourrait changer de direction et aboutir à sa nouvelle dépréciation.

Pour écarter ce danger, deux catégories de mesures ont été prises par le Gouvernement britannique : 1^o il a manœuvré de façon à rendre plus difficile la sortie des capitaux, (cf. le § suivant) et 2^o il a obtenu de larges disponibilités en dollars à la suite des ouvertures de crédits aux États-Unis. L'existence même de ces crédits, qui s'élevaient à 300 millions dollars aurait découragé toute idée de spéculation à la baisse de la livre. D'ailleurs, si un large mouvement de sortie des capitaux se manifestait, l'encaisse-or de la Banque ne courrait pas de danger et même le point de sortie de l'or pourrait ne pas être atteint car les autorités disposant de dollars en si grande quantité, pourraient satisfaire aisément à toute demande de devises étrangères.

Il est vrai que les autorités ne disposaient que de crédits en dollars et si une forte demande d'autres devises se manifestait, elles auraient quelques difficultés à y faire face. Mais, en 1925, il n'y avait dans le monde que très peu de monnaies dignes d'être prises en considération et particulièrement les systèmes monétaires de tous les autres grands pays ne présentaient pas une stabilité remarquable. S'il est indiscutable que les monnaies de quelques pays secondaires, comme la Hollande et la Suisse, étaient au-dessus de tout soupçon, néanmoins une demande de florins ou de francs suisses ne pouvait jamais atteindre des dimensions aussi importantes qu'une demande de dollars ou de francs français et elle pourrait être aisément servie par un arbitrage à New-York. En effet, dans l'hypothèse d'une demande de florins à Londres les autorités anglaises, si elles crai-

gnaient une prime du florin sur la livre, n'auraient qu'à vendre des dollars dont elles disposaient en abondance à New-York pour obtenir les florins qui leur permettraient de faire face aux demandes de devises hollandaises.

Ayant expliqué le rôle que ces crédits étaient appelés à jouer, précisons un peu la forme qu'ils revêtirent. Ils furent probablement négociés pendant le voyage que M. Montagu-Norman, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a fait au début de 1925 à New-York. Ils sont au nombre de deux, comme l'a expliqué à la Chambre des Communes¹ le Secrétaire Financier de la Trésorerie, pendant la discussion qui suivit la deuxième lecture du « Gold Standard Act 1925 » dont l'art. 2 contenait l'autorisation suivante : « Pendant les deux années qui suivront le vote de cet Act le Trésor pourra se procurer comme il lui semblera bon, toutes les sommes nécessaires pour permettre les opérations de change en rapport avec le retour à l'étalon-or. Dans ce but il pourra créer et émettre à l'intérieur et à l'extérieur du Royaume-Uni, en monnaie britannique ou en toute autre monnaie, des titres portant le taux d'intérêt et les conditions de remboursement et de rachat qu'il jugera les meilleures. Il pourra garantir de la manière et aux conditions qu'il jugera convenable le paiement en intérêts et principal de tout emprunt qui pourra être émis pour atteindre le but ci-dessus ».

D'une part, « la Federal Reserve Bank » de New-York s'est engagée à fournir à la Banque d'Angleterre un « revolving credit ² » de 200 millions de dollars pour deux années depuis le 10 mai 1925, ou depuis la date à laquelle le Gouvernement britannique aurait accordé sa garantie, si cette garantie était donnée après le 10 mai³. D'autre part, un syndicat de banquiers présidé par Mrs J.-P. Morgan C^o accordait directement un « revolving

1. V. *Déb. parl. Ch. des Comm.*, t. CLXXXIII, pp. 623 et suiv.

2. « Revolving credit » Crédit renouvelable automatiquement à son échéance en vertu d'une clause spéciale, v. Ardant cours à l'École des Sciences politiques 1931-1932.

3. En fait, elle a été accordée le 13 mai date de la promulgation du Gold Std Act qui autorisait le Gouvernement à accorder sa garantie.

credit » de 100 millions de dollars, au Gouvernement de S.M. Britannique. L'intérêt dans les deux cas était fixé à 1 % au-dessus du taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York ne pouvant, en tout cas, dépasser 6 % ou tomber au-dessous de 4 % : toutefois ce taux ne serait payé qu'au fur et à mesure que les crédits seraient utilisés. Si ces crédits n'étaient pas employés (et c'est effectivement ce qui arriva) aucun intérêt ne serait dû, sauf, pour le crédit Morgan, une commission qui s'élèverait à 250.000 livres pour la première année et à 125.000 livres pour la seconde¹.

§ 3. Hausse du taux d'escompte et autres mesures.

Nous venons de parler du rôle que les crédits obtenus à l'étranger étaient appelés à jouer en cas de sorties importantes de capitaux, mais les autorités britanniques étaient décidées de n'utiliser ces crédits qu'en cas de nécessité absolue, car leur emploi augmenterait la dette extérieure britannique et pèserait, par son service, dans l'avenir, sur la balance des comptes. Ainsi, comme nous l'indiquions tout à l'heure, une série de mesures ont été prises, non seulement pour empêcher les capitaux étrangers de quitter le marché de Londres, mais aussi pour y attirer encore d'autres capitaux. Ces mesures ont été les suivantes : a) hausse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre ; b) embargo sur les émissions étrangères sur le marché de Londres ; c) augmentation de l'écart des *gold-points*.

a) Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre qui pendant toute l'année 1924 avait été maintenu à 4 % fut élevé en mars 1925 à 5 %, en vue de la revalorisation de la livre. A cette même époque le taux officiel d'escompte dans les principaux marchés, disposant d'une monnaie saine, était inférieur à celui de la Banque d'Angleterre : ainsi à New-York le taux officiel était de

1. V. les explications de M. Churchill dans les *Déb. parl., loc. cit.*, v. aussi T.-E. Gregory, *The first year of the Gold Std*, p. 29, et le *Twelfth Annual Report of the Federal Reserve Board*, pp. 12 et 13.

3 1/2 % et à Amsterdam et en Suisse de 4 %. Il en résultait que les capitaux placés à Londres avaient intérêt à ne pas quitter ce marché sur lequel ils trouvaient une meilleure rémunération.

D'ailleurs, la Banque d'Angleterre par ses interventions sur le marché libre avait manœuvré de façon à ce que son taux d'escompte soit effectif et en réalité le taux sur le marché de Londres n'était à cette époque que de très peu inférieur à celui de la Banque d'Angleterre (4 1/2 % en mars, 4 1/3 % en avril et 4 1/7 % en mai).

b) Embargo aux émissions pour compte de l'étranger : Si avant la guerre Londres détenait le monopole du marché monétaire, il était aussi le plus puissant des marchés financiers du monde.

Émettre un emprunt sur un marché, pour compte de l'étranger, c'est créer des exigibilités sur ce marché ; or, comme nous l'avons vu, il y en avait trop sur Londres, c'est pourquoi les autorités décidèrent de ne pas permettre l'émission d'emprunts étrangers à Londres, tout au moins pendant les premiers mois du rétablissement de l'étalon-or. Cette interdiction, d'ailleurs, était d'autant moins difficile à établir, que les banques de la Cité ont l'habitude de consulter toujours la Banque d'Angleterre avant de lancer un emprunt au profit d'un pays étranger. Elle n'a pris aucune forme officielle la Banque d'Angleterre se contentant d'informer, d'accord avec la Trésorerie, les établissements d'émissions et les banques des dépôts, qu'ils devaient procéder à une sérieuse discrimination, avant d'offrir en souscription publique des emprunts nouveaux pour compte de l'étranger¹.

1. Les émissions pour compte de l'étranger sur le marché de Londres pendant l'année 1925 furent de la grandeur suivante : (V. *Economist Commercial History and Review*, 1925, févr. 1926).

Possessions Britanniques :

Fonds de Gouvernements	£ 30.699.100
Autres placements	£ 30.220.500

Pays étrangers :

Fonds de Gouvernement	Nihil
Autres placements	£ 16.276.500

Soit en total	£ 77.196.100
---------------------	--------------

Cette mesure, prise vers la fin de 1924 et qui empêchait dans une certaine mesure l'augmentation des exigences sur Londres, fut levée, un an plus tard, à la suite d'une déclaration du chancelier de l'Échiquier M. Churchill¹.

c) La fonction des *gold-points* dans un système monétaire basé sur l'étalon-or est bien connue. Ils sont destinés à empêcher que la dépréciation ou l'appréciation du change ne dépasse certaines limites ; si, par exemple, à un moment déterminé, il y a des offres de livres en grandes quantités et de fortes demandes de dollars, la valeur de la livre, selon la loi de l'offre et de la demande, tendra à baisser par rapport au dollar, mais si la livre est convertible en or, sa dépréciation ne pourra pas dépasser les limites des *gold-points*. En effet, si cette limite est dépassée, on ne vendra plus des livres pour acheter des dollars parce qu'il sera plus intéressant de convertir les livres en or et d'expédier cet or sur la place dont la devise est demandée. Ainsi devient impossible toute dépréciation, plus forte, de la devise.

Mais, si à cause de la baisse du loyer de l'argent ou des frais de transport (en général) les *gold-points* deviennent par trop étroits, il est à craindre que, pour le moindre déséquilibre entre l'offre et la demande de certaines devises, le *gold-point* de sortie (ou d'entrée dans le pays dont la devise est demandée) ne soit atteint, entraînant avec lui des migrations d'or. C'est précisément ce que craignait l'Angleterre à cause de la situation débitrice à court terme de Londres en 1925 et de la faiblesse relative de l'encaisse de la Banque d'Angleterre. Dès lors, il est probable que les autorités britanniques ont agi officieusement pour élever le coût du transport de métal jaune entre Londres et New-York, rendant ainsi plus difficiles les exportations d'or anglais vers l'Amérique. Ce qui est certain, en tout cas, c'est que les compagnies transatlantiques relevèrent leurs frais de transport d'or de 50 %².

1. V. Francis Murat, *La politique des placements à long terme*, Paris, 1932, pp. 47-52 et Brown, *op. cit.*, p. 223.

2. V. Georges Lacout, *op. cit.*, p. 198-9.

Enfin, pour libérer la devise britannique d'une prochaine et certaine pression, la Trésorerie (selon l'affirmation du chancelier de l'Échiquier dans la Chambre²⁾) avait eu la précaution de se procurer les dollars nécessaires (166 millions) pour le service de la dette vis-à-vis de l'Amérique, tant à l'échéance de juin qu'à celle de décembre 1925. Évidemment ces dollars achetés avant la revalorisation avaient été payés au-dessus du pair mais la légère perte qui en résultait n'était-elle pas compensée, disait le Chancelier, par la stabilité de la livre que ces achats facilitaient et par les sommes que le Gouvernement britannique aurait gagnées en effectuant ses prochains paiements aux États-Unis en achetant les dollars au cours de \$ 4,86 la livre ?

1. V. *Déb. parl. Ch. des Comm.*, vol. CLXXXVIII, p. 785.

CHAPITRE II

CRITIQUE DE LA REVALORISATION DE LA LIVRE

En 1925, 4 alternatives se présentaient à la politique monétaire de la Grande-Bretagne : *a*) retourner à l'étalon-or d'avant-guerre, c'est-à-dire revaloriser la livre, soit en laissant expirer le 31 décembre 1925 le « Gold and Silver (export control) Act 1920 » soit en accordant une licence générale d'exportation d'or avant même l'expiration de cet Act, *b*) demander au Parlement de renouveler cet Act pour un certain nombre d'années, ce qui aurait abouti à l'ajournement de la solution définitive du problème monétaire, *c*) laisser l'Act de 1920 expirer normalement mais fixer, entre temps, le poids de la livre en or à un niveau inférieur à celui d'avant-guerre, c'est-à-dire la dévaloriser ; ou bien enfin *d*) organiser un système monétaire nouveau (selon les suggestions de certains théoriciens qui avaient déjà assez de partisans), qui, ne se basant pas sur l'or viserait surtout la stabilité de la valeur de la monnaie à l'intérieur (stabilité des prix) au lieu de la stabilité du change. Cette stabilité à l'intérieur serait maintenue par une savante direction de la quantité du crédit créé selon les besoins économiques du pays et indépendamment des réserves or dont la Banque d'Angleterre disposerait.

Entre ces quatre solutions, le débat s'engagea et les journaux et les revues de l'époque reflètent sa violence. Le Comité Bradbury, nommé en juin 1924, lors de la

chancellerie de M. (depuis, Vicomte) Snowden, pour répondre à cette question précise « Le moment est-il venu d'unifier la circulation des Bank Notes et celle des Currency Notes et dans l'affirmative dans quel délai et à quelles conditions cette opération doit-elle être effectuée ? » négligeant le but principal de sa nomination, ce Comité, traita dans son rapport du 5 février 1925 du retour à l'étalon-or et se prononça en faveur de la première des solutions ci-dessus indiquées, c'est-à-dire pour la révalorisation immédiate.

Le retour à l'étalon-or ayant revêtu la forme d'un acte administratif, le Parlement n'avait pas à voter, son rôle se borna à écouter simplement la déclaration du Chancelier, lui annonçant qu'il venait d'accorder une licence générale d'exportation d'or à la Banque. Mais le débat s'engagea quand même, après coup, comme le remarquèrent avec amertume plusieurs députés, lors de la discussion de la réforme monétaire du Gold Std. Act.

Les quatre solutions ci-dessus ne furent pas soutenues avec la même vigueur, hors la première qui l'emporta et la deuxième qui fut soutenue avec obstination par les travaillistes et les représentants de l'industrie (curieuse coïncidence), la troisième, la plus sage peut-être, ne fut presque pas défendue et la quatrième n'eut qu'un écho assez faible au Parlement. D'ailleurs cette controverse n'a jamais pris fin et s'est prolongée pendant les années qui suivirent, s'accroissant au fur et à mesure que la situation s'aggravait.

Section Première

Les avantages de la revalorisation pour la Grande-Bretagne

On appelle revalorisation d'une monnaie, préalablement dépréciée, le rétablissement de la convertibilité de cette monnaie sur la base qui résultait, avant la période de cours forcé et de dépréciation, de sa définition légale.

Si l'on excepte quelques revalorisations vraiment négligeables, au cours du xix^{e} siècle et au début du xx^{e} , car la dépréciation monétaire qui les avait précédées était de courte durée et de dimensions trop restreintes, il semble licite d'affirmer que le monopole de la revalorisation appartient à la Grande-Bretagne : en effet par deux reprises, ce pays revalorisa sa monnaie à la suite d'une dépréciation qui avait atteint plus de 30 % et dura plusieurs années. La première eut lieu en 1821¹, la deuxième en 1925 et c'est de cette dernière que nous traitons. Les avantages que la Grande-Bretagne espérait obtenir de la revalorisation de la livre relevaient autant de l'ordre économique que de l'ordre psychologique (prestige) : on peut en énumérer les suivants :

a) Avantages en ce qui concerne le marché de Londres et la fonction internationale de la livre: la Grande-Bretagne se flattait avant la guerre de la stabilité de son unité monétaire au cours de longs siècles. Les altérations monétaires (abaissement du titre ou du poids de l'unité monétaire) avaient cessé en Angleterre bien plus tôt que dans les autres pays² et laissé à la livre, — qui au début représentait effectivement une livre d'argent, — un poids métallique beaucoup plus grand que celui des autres monnaies qui avaient eu la même origine que la livre. M. de Foville³ donne le tableau suivant de l'évolution de la valeur de la livre sterling en la calculant en francs français de Germinal:

<i>Valeurs successives de la livre sterling en francs</i>					
1258-1299	Frs.	70	1413-1464	Frs.	44
1300-1344		63	1465-1527		36
1345-1346		60.50	1528-1543		31.50
1347-1353		59.50	1544-1560		26.50
1354-1412		55.50	1561-		25

Le passage du monométallisme-argent au monométallisme-or qui s'échelonna pendant plusieurs années, s'ef-

1. V. Edwin Cannan, *The paper pound of 1797-1821*, Londres 1919.

2. V. pour l'histoire monétaire de la Grande-Bretagne le livre de M. Fieveryear déjà cité qui est le plus récent. Parmi les plus anciens citons celui de W.-A. Shaw dont la traduction française date de 1896.

3. V. De Foville, *La monnaie*, Paris, 1907, p. 195.

fectua en 1816 sans aucune altération de la valeur métallique de la monnaie anglaise. Le souverain fut défini alors comme une monnaie or de 113, 623 grains d'or au titre de 11/12^e, définition qui n'a jamais depuis lors varié. La réglementation de l'émission des billets par la Banque après l'Act de 1844 qui ne permettait pas l'émission de billets sans que leur équivalent en or soit entré dans les caisses de la Banque faisait de la livre la monnaie-or par excellence.

C'est à cette stabilité de leur monnaie, plusieurs fois séculaire, que les Anglais attribuaient en grande partie l'importance capitale de Londres comme marché financier et monétaire et l'usage répandu sur tout le globe de libeller des contrats en livres sterling. Éléments qui donnaient à la devise britannique l'auréole de monnaie internationale. Aussi ne faut-il pas s'étonner de ce qu'une des principales préoccupations de la Grande-Bretagne ait été de rétablir sa stabilité monétaire, aussitôt la guerre finie.

Mais cela ne lui suffisait pas ; il aurait fallu que la livre puisse regarder le dollar dans les yeux (selon l'expression courante), c'est-à-dire que la livre soit revalorisée au pair. C'était, selon les Anglais, le seul moyen de rendre à la livre son ancien prestige et au marché de Londres la suprématie, incontestée avant la guerre, qui constituait l'une des marques de la toute puissance britannique. Si la livre n'était pas revalorisée, la confiance en la devise britannique serait ébranlée, ce qui aurait marqué la décadence du marché de Londres et la fin de la livre comme monnaie internationale.

Il ne s'agissait d'ailleurs pas d'un simple argument de prestige car Londres, assumant la fonction de centre financier international, s'assurait de substantiels bénéfices. Une importante partie du revenu national anglais est constituée par les commissions que les banquiers de la Cité obtiennent de leur clientèle internationale, les affaires qui se traitent à Londres donnent du travail à plusieurs milliers d'anglais tandis que toute cette importante clientèle internationale est amenée à conser-

ver de grosses balances à Londres que les banquiers de la Cité savent faire fructifier. De plus, il ne faut point oublier les multiples avantages que le commerce d'exportation britannique trouve en l'activité de la Cité.

b) La Grande-Bretagne, étant le plus grand créancier du monde, en dévalorisant sa monnaie aurait diminué ses créances sur le monde entier, et, d'autre part, étant elle-même débitrice des Etats-Unis et devant payer ses annuités en dollars, le poids de ces annuités en livres devrait croître si la livre était dévalorisée, tandis qu'il s'amenuiserait après une revalorisation complète de la livre.

c) Un autre argument en faveur de la revalorisation de la livre, mais d'une valeur plus discutable, était celui de l'amélioration de la balance commerciale. En effet si la valeur de la livre montait vis-à-vis des autres monnaies, il est évident que les importations en Angleterre coûteraient moins et les exportations coûteraient plus, d'où, selon certains, amélioration de la balance commerciale.

Le sophisme est facile à découvrir, car si pour une même quantité les importations coûtaient moins il deviendrait alors intéressant d'importer et le volume des importations augmenterait, tandis que, pour la raison inverse, le volume des exportations aurait diminué. Comme il avait été remarqué à la Chambre des Communes, la difficulté n'était pas tellement d'importer mais d'exporter, or la revalorisation de la livre correspondait à l'institution d'une taxe aux exportations, d'une sorte de prime à rebours. Toutefois, cette objection n'est pas valable pour tous les cas, car l'industriel anglais par exemple, qui importerait ses matières premières de l'étranger serait sûrement favorisé par une revalorisation de la livre. Mais la discussion complète de cette objection nous amènerait assez loin de notre sujet.

d) Il était remarqué aussi (ce que Ricardo déjà avait établi) que si la dépréciation d'une monnaie ne dépasse point 30 %, sa revalorisation est toujours possible. Or, le cours de la livre sur le marché des changes qui en

1920 enregistrait une dépréciation de 30 % s'était peu à peu améliorée et cette amélioration s'était accentuée depuis les élections de 1924 qui amenèrent au pouvoir un Gouvernement conservateur. A la veille de sa revalorisation légale, la livre cotoyait le pair depuis quelques mois et si cette revalorisation venait à être encore ajournée, de nouvelles perturbations du cours de la livre seraient à craindre, perturbations provoquées par la sortie des capitaux qui avaient joué à sa hausse.

Il est vrai que le Gouvernement n'était obligé de se prononcer sur la question que vers la fin de 1925, car le Gold Export Control Act de 1920 ne venait à expiration que le 31 décembre 1925 et c'est à cette date seulement qu'il serait amené à se prononcer sur son renouvellement ou non ; mais, comme M. Churchill l'a exposé¹ il était préférable que le pas décisif soit effectué au printemps, époque favorable pour l'économie britannique plutôt qu'en automne, période pendant laquelle le change anglais éprouve toujours une certaine faiblesse.

Et, si le cours de la livre avait approché le pair sur le marché des changes son pouvoir d'achat ne s'écartait pas sensiblement de celui des autres monnaies-or. Les prix américains depuis le « slump » de 1920-21, accusaient une forte montée tandis que les prix anglais étaient restés presque stationnaires et si, en avril 1925, un écart existait encore, il ne devait être que de quelques points facilement effaçable, sans baisse des prix britanniques, vu que la tendance des prix était vers la hausse dans presque tous les pays du monde².

e) A ces arguments, s'en était ajouté un autre de pur prestige, à savoir qu'au moment où plusieurs états secondaires et presque tous les Dominions britanniques se trouvaient décidés à rétablir la convertibilité de leurs monnaies respectives à la parité d'avant-guerre, il n'eût pas été digne de la tradition britannique de se déclarer

1. V. *Déb. parl. Ch. des Comm.*, t. CLXXXIII, pp. 674 et suiv.

2. Nous reviendrons, plus longuement, dans la section B, § 2 sur la question des prix. Nous nous sommes ici bornés à indiquer le point de vue des « revalorisateurs ».

incapable d'un effort similaire. Une dévaluation de la livre serait considérée comme une banqueroute, idée vraiment inacceptable pour la Grande-Bretagne, après surtout tant d'années de dur effort.

Tels étaient les principaux arguments¹, de valeur inégale, en faveur de la revalorisation immédiate de la livre. Développés avec plus ou moins de conviction dans d'innombrables articles de journaux et de revues et dans des débats des sociétés scientifiques, ils furent adoptés par le Comité Bradbury et formèrent, pour ainsi dire, la base même des débats qui se déroulèrent devant le Parlement.

Section B

Les critiques

Dans les sections précédentes, nous avons exposé comment la revalorisation s'est effectuée, les arguments avancés en sa faveur et les mesures d'ordre technique prises pour renforcer la situation de la livre sterling. Nous nous proposons ici de faire la critique de la revalorisation de la livre, critique qui sera faite de deux points de vue différents : 1^o du point de vue technique, 2^o du point de vue économique. C'est donc dans cette section que seront étudiés de près les défauts de la revalorisation de 1925 qui constituent les causes premières de la crise de 1931.

§ 1 *Critique de la revalorisation du point de vue technique.*

A. Insuffisance de l'encaisse métallique et non assainissement de la couverture de l'émission fiduciaire.—

1. Celui des avantages qu'il y a pour le commerce d'un pays à avoir une monnaie stable ne milite pas en faveur de la revalorisation mais en faveur d'une stabilisation à un niveau assurant au mieux la stabilité monétaire.

En avril 1925, au moment du rétablissement de l'étalon-or, le total des billets émis ayant cours légal dans le Royaume-Uni (non compris les billets de la Banque d'Angleterre détenus dans le « Compte de rachat de Currency Notes » et qui montaient à cette époque à 54 millions de livres environ) était de 411 millions de livres. En couverture de ces billets existait l'encaisse or de la Banque d'Angleterre qui s'élevait à 153,4 millions de livres soit une proportion entre l'encaisse et les billets émis d'environ 37 %. Cette proportion pouvait, à première vue, paraître suffisante, mais à y regarder d'un peu plus près, la situation ne paraît pas aussi brillante.

Tout d'abord, il est d'usage (surtout après la guerre) de considérer non pas la proportion de l'encaisse aux billets émis mais sa proportion au total des exigibilités à vue de la Banque d'Emission. La justification de cette habitude (qui est consacrée par la loi en France), n'est pas difficile à trouver : les exigibilités à vue d'une banque d'émission pouvant être brusquement retirées, doivent être considérées comme des signes monétaires en puissance et par conséquent la Banque doit toujours être prête à les voir transformer en monnaie effective.

Il est vrai qu'en Angleterre du fait de la division de la Banque d'Angleterre en « département de l'émission » et « département de la banque », cette parenté entre les billets et les comptes-courants est quelque peu dissimulée, et, d'autre part, les règles de couverture des billets émis par la Banque d'Angleterre ne ressemblent pas du tout à celles en vigueur dans les Banques Centrales du Continent. Mais, si l'on met de côté les particularités, purement formelles, qui différencient la Banque d'Angleterre de la plupart des autres Banques d'Emission, le fait demeure que pour juger de la stabilité d'une monnaie, il faut prendre en considération, d'une part l'encaisse-or de l'Institut d'Emission et d'autre part le total de ses exigibilités à vue¹.

1. D'ailleurs, depuis 1928 la Banque d'Angleterre, quoiqu'elle n'y soit obligée par aucun texte, donne cette proportion dans son bilan.

A l'époque que nous considérons les dépôts à la Banque d'Angleterre montaient à 126 millions de livres ; si l'on ajoute cette somme au montant des billets émis, nous obtenons un total des exigibilités à vue de la Banque se chiffrant à 537 millions de livres, somme dont il convient de déduire quelques 27 millions de livres des billets qui n'étaient pas en circulation, détenus au département de la banque. Ainsi, le total des exigibilités de la Banque d'Angleterre étant de 510 millions de livres et son encaisse de 153 millions de livres seulement, la proportion tombait à 30 % ; et le doute est possible sur la question de savoir si cette encaisse était suffisante pour garantir la convertibilité de la livre.

Le Comité Cunliffe (dont les rapports constituent la base de la politique monétaire britannique d'après guerre) tout en insistant sur la nécessité d'une déflation des instruments de paiement, s'était refusé à indiquer où cette déflation devrait s'arrêter. Il se bornait à conclure que, quoiqu'il en soit, on ne devrait pas pousser la déflation jusqu'à ce qu'on arrive au montant de la circulation monétaire d'avant-guerre, car « il est probable qu'après la guerre les prix mondiaux resteront longtemps, sinon toujours, à un niveau très supérieur à celui d'avant-guerre et que les banques seront conduites à adopter un chiffre plus élevé d'encaisse. En outre, quelles que soient les économies que l'emploi de méthodes perfectionnées de paiement puisse apporter dans l'utilisation de la monnaie légale, elles seront probablement plus que compensées par l'accroissement des revenus des classes salariées qui sont les grands consommateurs de monnaie légale. Toutes ces causes tendront à accroître la quantité de monnaie légale que le pays pourra conserver sans danger pour l'étalon-or, bien au-delà du chiffre d'avant-guerre, sans que cependant cette quantité puisse être fixée autrement que par l'expérience ».

Mais si le Comité Cunliffe ne se hasardait pas à prévoir quels seraient les futurs besoins en monnaie, il s'occupait, au contraire, à fixer quel devait être le minimum d'encaisse métallique de la Banque d'Angleterre, pour que

la convertibilité de la livre en or, au pair d'avant-guerre, soit assurée. Il parlait de la constatation qu'à la veille de la guerre le stock d'or monétaire britannique était constitué de l'encaisse du département de l'émission de la Banque d'Angleterre 38 millions de livres environ, et de la circulation en monnaie-or dont la grandeur avait été calculée à 123 millions de livres, soit un total d'environ 161 millions de livres ; et cet or, affirmait le Comité Cunliffe, s'était montré suffisant pour les besoins monétaires. En ce qui concerne l'après-guerre cet or serait évidemment, insuffisant si on se proposait de rétablir la circulation métallique. Mais le Comité Cunliffe se déclarait hostile à ce rétablissement qui nécessiterait de grosses importations d'or en Grande-Bretagne dont le résultat serait d'augmenter le déficit toujours important de la balance commerciale. Une fois la circulation-or non rétablie, une encaisse or concentrée à la Banque d'Angleterre et montant à 150 millions de livres (soit légèrement inférieure au stock d'or monétaire d'avant-guerre) était considérée par le Comité Cunliffe comme suffisante pour garantir la convertibilité en or de la livre quel que puisse être le montant de monnaie légale en circulation.

La convertibilité de la livre étant rétablie en 1925 et les suggestions du rapport Cunliffe appliquées, voyons maintenant si son calcul de l'encaisse nécessaire de la Banque était heureux. En premier lieu, il nous paraît que le Comité Cunliffe commit une erreur lourde en voulant fixer plus ou moins arbitrairement l'encaisse or suffisante à garantir la convertibilité de la livre, sans trop s'inquiéter du montant de la circulation monétaire et des dépôts en banque ainsi que des exigibilités étrangères sur Londres, dont un retrait aurait pu ébranler la stabilité de la devise britannique. Si au moment où il rédigeait son rapport le Comité croyait prématuré de se prononcer sur ces questions, pourquoi se hasardait-il à se prononcer sur le montant de l'encaisse ? Il est vraiment quelque peu paradoxal à un moment où la grandeur de son propre endettement, n'est

pas connue, et sans trop se préoccuper pour préciser sa grandeur probable, d'affirmer qu'en tout cas une somme X puisse suffire à y faire face.

Mais même l'affirmation du Comité Cunliffe touchant le fait que le stock d'or monétaire de la Grande-Bretagne s'était montré avant la guerre suffisant, était-elle bien exacte ? Nous croyons que non car plusieurs auteurs anglais ¹ d'avant-guerre, qui louaient la perfection du système bancaire anglais qui permettait à l'Angleterre de faire face à ses engagements en se basant sur un stock d'or assez restreint, se plaignaient, tout de même de l'insuffisance du stock du métal précieux et insistaient sur les dangers qu'elle présentait. De plus, est-ce qu'en pratique cette insuffisance n'était pas apparue et à trois reprises (1890, 1906, 1907) la Banque d'Angleterre n'avait-elle pas été amenée à emprunter de l'or à la Banque de France ?

Dès lors, on voit que la fixation à 150 millions de livres de l'encaisse or de la Banque par le Comité Cunliffe était sans fondement ; la seule excuse qui peut être avancée en faveur du Comité Cunliffe est qu'il donnait ce chiffre comme *minimum* et que le Gouvernement, qui ne devait se décider pour le retour à l'étalon-or que six ans plus tard, avait tout le temps nécessaire pour réfléchir et étudier la situation, dans les phases de son évolution jusqu'au moment de la revalorisation, au lieu de suivre aveuglément cette recommandation du Comité qui était, peut être, la moins bonne de toutes.

D'autre part, ce n'était pas seulement l'encaisse métallique qui était insuffisante au moment de la revalorisation, mais bien plus, la couverture des billets émis, non gagés par de l'or (ce qu'on appelle la couverture de l'émission fiduciaire) n'était pas assainie. Pour que la couverture de l'émission fiduciaire d'une banque d'émission soit bonne, elle doit être composée par des éléments sûrs et très liquides. Or, la couverture de l'émission fidu-

1. P. ex., H. Goschen, Balgave, Withers; cités par le Professeur Rist dans son cours (1930-31).

ciaire en Angleterre était constituée presque exclusivement par des titres du Gouvernement, qui peuvent être une couverture sûre mais cette couverture ne peut pas, même de loin, être comparée avec celle, essentiellement élastique et facilement liquidable, que constitue un bon portefeuille d'effets de commerce escomptés.

Nous parlerons plus loin de l'usage que la Banque a fait de son portefeuille des titres du Gouvernement, mais nous avons voulu constater dès l'abord que la couverture de l'émission fiduciaire n'était pas assainie, constituée qu'elle était par des titres du Gouvernements¹ ne rappelant que trop les avances de la Banque de France au Gouvernement, seule couverture des billets que la Banque de France émettait pendant la période de l'inflation.

Ainsi en avril 1925, non seulement l'encaisse or de la Banque était relativement insuffisante, mais aussi la couverture de l'émission fiduciaire des billets n'était pas assainie².

Pour faciliter le renforcement de l'encaisse or de la Banque d'Angleterre certains économistes (Keynes) ainsi que le parti travailliste³, avaient soutenu (une fois le retour à l'étalon or décidé) que l'obligation de la Banque d'acheter de l'or à un prix fixe (Bank Act 1844, section 4), devait être supprimée. Si cette opinion avait prévalu et vu que le droit de frappe libre avait été supprimé par le Gold Standard Act de 1925, la livre inca-

1. Depuis la fusion des Currency Notes avec les billets de la Banque d'Angleterre (novembre 1928) le portefeuille de titres servant de couverture à l'émission fiduciaire de la Banque est divisée en deux parties : 1° titres du Gouvernement et 2° autres titres. Mais il faut remarquer que, depuis cette date, et jusqu'à la crise de 1931, le portefeuille des autres titres s'est élevé aux environs de 10 millions de livres seulement, à côté d'un portefeuille de titres du Gouvernement qui s'élevait à environ 245 millions de livres.

2. Certains auteurs (par ex. Fieveryear, *op. cit.*, p. 326) ont justement remarqué que vu qu'en 1923 la prime du dollar sur la livre ne dépassait pas 15 % et que le total des billets émis ainsi que l'encaisse-or étaient sensiblement les mêmes en 1923 qu'en 1925, on aurait pu revaloriser la livre dès 1923 et si on ne l'a pas fait c'est parce qu'elle paraissait périlleuse. Si donc la revalorisation était périlleuse en 1923 pourquoi ne le serait-elle pas en 1925 puisque les garanties de la livre étaient les mêmes en 1923 et en 1925 ?

3. V. *Déb. Parl. Ch. des Comm.*, t. CLXXXIII, pp. 797 et suiv. (séance du 5 mai 1925).

pable de baisser au-dessous de sa parité-or, étant donné l'obligation de la Banque d'Angleterre de vendre de l'or au prix fixé par la loi, aurait pu monter au-dessus de cette parité. Evidemment, si une telle faculté était accordée à la Banque d'Angleterre, on ne pourrait plus parler que d'un étalon-or incomplet ou unilatéral. Mais quels étaient les avantages que trouvaient à un tel système, ceux qui l'avaient proposé ?

D'une part, ils croyaient sauvegarder l'indépendance de la politique monétaire britannique vis-à-vis de la politique monétaire des Etats-Unis qui, détenteurs d'un stock d'or formidable auraient pu, en abaissant le taux d'escompte des « Federal Reserve Banks » provoquer un afflux d'or vers la Grande-Bretagne. Si alors l'obligation de la Banque d'Angleterre d'acheter de l'or à un prix fixe existait, il s'ensuivrait une augmentation des billets émis en contre-partie et par la suite, disait-on, une hausse des prix en Grande-Bretagne.

Cet avantage est très discutable, car, d'abord, il n'écarterait pas le danger d'une influence de la politique monétaire américaine sur celle de l'Angleterre, les Etats-Unis pouvant toujours par une hausse du taux de l'intérêt à New-York provoquer des sorties d'or de l'Angleterre, ce qui constituerait une éventualité beaucoup plus dangereuse pour la politique monétaire britannique que celle d'une forte entrée d'or. Puis, une entrée d'or en Grande-Bretagne, même très importante, aurait pu ne pas avoir aucune influence immédiate sur la quantité des billets en circulation, la Banque pouvant employer utilement cet or à remplacer une partie de la circulation fiduciaire par des billets émis contre de l'or.

Le véritable avantage qu'on attendait d'un tel système était d'augmenter les chances d'accroissement de l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre, qui aurait pu en élevant son prix d'achat de métal-jaune se procurer de l'or sur le marché de Londres et empêcher ainsi que cet or ne soit vendu à l'étranger. Il est vrai que la Banque d'Angleterre, étant obligée de vendre l'or au

prix de 3 livres 17 sh 10 1/2 d. l'once standard, si elle l'achetait à un prix plus élevé, supporterait une perte, mais les gains comme les pertes du département de l'émission de la Banque d'Angleterre sont imputés au compte du Trésor.

Même avec l'application de ce système il est peu probable que l'encaisse de la Banque ait pu augmenter, car les étrangers qui auraient voulu acheter de l'or à Londres n'avaient qu'à laisser la Banque acheter l'or sur le marché au prix qu'elle aurait fixé et l'acheter à leur tour à la Banque au prix statutaire. Ainsi, l'or rentré artificiellement à la Banque d'Angleterre en serait sorti presque immédiatement. L'expérience a été faite d'ailleurs, en 1929 lorsque la Banque d'Angleterre, sans sortir de ses limites statutaires, se mit à acheter de l'or à un prix supérieur¹ à 3 livres 17 sh. 9 d. l'once standard, son prix d'achat normal, aux fins d'empêcher le métal jaune qui se trouvait sur le marché de Londres d'être vendu à l'étranger. Le résultat de cette mesure fut nul² car les acheteurs du métal jaune qui ne pouvaient l'acheter sur le marché en quantité suffisante, se tournèrent vers la Banque elle-même pour se procurer le métal dont ils avaient besoin.

B. Crédits étrangers et embargo. Le stock d'or dont nous avons parlé constituait non seulement la couverture de la monnaie légale mais se trouvait aussi à la base de tout le système de crédit britannique. On sait bien qu'à parler d'instruments de paiement en Grande-Bretagne, il est d'usage de compter non seulement la monnaie légale mais aussi les dépôts en Banques³ servant aux règlements par chèques⁴.

1. Sans toutefois dépasser le prix de 3 livres 17 sh 10 1/2 d. qui est son prix de vente.

2. V. *Banker's Magazine*, mars 1929, p. 373.

3. Le Pr. Edwin Cannan s'élève contre cette pratique dans plusieurs de ses ouvrages (v. son dernier livre *Modern Currency and the regulation of its value*, Londres 1931). Mais nous n'avons pas à discuter ici le fondement de la pratique suivie en Angleterre.

4. La moyenne mensuelle des dépôts des London Clearing Banks était en 1925 de 1,602, 699 livres.

Ces dépôts sont, théoriquement tout au moins, convertibles en monnaie légale. Nous disons théoriquement, car pour la plupart ils sont constitués par les avances des banques de dépôts à leurs clients (loans make deposits). Or, si ces clients commencent à retirer leurs dépôts, les banques n'ont qu'à retirer leurs avances pour diminuer leur endettement.

En fait, les dix London Clearing Banks considèrent comme une liquidité suffisante d'avoir en caisse ou en dépôt à la Banque d'Angleterre une proportion de 11,7 % en moyenne du total de leurs dépôts¹. C'est là leur première ligne de défense.

Mais une grosse partie des dépôts dans les banques anglaises appartenait à des étrangers, sans compter que les banques anglaises détenaient un important portefeuille de « sterling bills » pour le compte de l'étranger. Toutes ces sommes appartenant à des étrangers, avaient dû grossir pendant la période de spéculation à la hausse de la livre et constituaient des exigibilités sur Londres, et autant de menaces pour la stabilité de la livre. Nous avons vu dans une section précédente quelles ont été les mesures prises pour parer à ce danger. Etaient-elles bonnes ?

Nous ne critiquerons ici que l'embargo sur les émissions étrangères sur la place de Londres et l'obtention des deux crédits américains, les autres mesures n'ayant pas été discutées, ou n'offrant pas de terrain pour une critique sérieuse.

L'octroi des deux crédits américains pour soutenir les cours de la livre prouve que le Gouvernement britannique n'était pas persuadé de ce que l'encaisse de la Banque d'Angleterre suffirait à préserver la stabilité de la livre. D'ailleurs, ces crédits qui devaient être utilisés à ré-

1. *Committee on Finance and Industry Report* (Mac Millan), § 365-368. Depuis 1927 la moyenne n'est plus de 11,7 % mais de 10,8 %. Cette diminution est due uniquement au changement de la pratique de la Midland Bank qui maintenait une encaisse plus grande que les autres banques. V. également les remarques du rapport Mac Millan sur la pratique du window dressing qui fait apparaître la proportion de l'encaisse plus grande qu'elle ne l'est en réalité.

pondre aux offres de livres consécutives à une sortie de capitaux de Londres, étaient eux-mêmes remboursables, dans une échéance plus ou moins prochaine, ainsi ils ne serviraient qu'à ajourner la difficulté et non à la résoudre. A cette critique, une autre s'était ajoutée, à savoir qu'il est quelque peu ridicule pour le pays qui se flatte d'être le premier créancier du monde, de se trouver amené à emprunter aux fins de soutenir sa propre monnaie.

Quant à l'embargo sur les émissions étrangères à Londres, il lui a été reproché, que sans empêcher les capitaux britanniques de souscrire à des émissions étrangères (car peu importe pour le capitaliste qui veut placer son argent si les valeurs qu'il achète ont été émises à Londres ou à New-York) il mettrait la Cité dans l'impossibilité de gagner les commissions et autres profits d'une émission, et cela en faveur des places étrangères et particulièrement de New-York. Ainsi l'embargo sur les émissions étrangères privait la balance des comptes britannique d'un élément actif important, à savoir les commissions et autres profits encaissés par les banquiers lors de l'émission d'un emprunt.

De plus, au point de vue politique, cet embargo nuisait aux intérêts britanniques car il affaiblissait les liens unissant les membres de l'Empire Britannique à leur Métropole, en les obligeant à s'adresser à New-York, ou ailleurs pour obtenir les emprunts à eux nécessaires et que la Métropole ne pouvait leur fournir (par exemple le cas de l'Australie qui lança son emprunt en 1925, à New-York).

Nous croyons avoir ainsi suffisamment montré les éléments techniques qui rendaient précaire la revalorisation de la livre en 1925 et l'insuffisance des mesures prises pour la consolider. Nous allons passer, dans le paragraphe suivant, à la critique de la revalorisation de la livre du point de vue économique.

§ 2. — *Critique de la revalorisation
du point de vue économique*

A. *Le problème des prix.* Le problème de la revalorisation ou du taux de stabilisation d'une monnaie ne peut pas être résolu en tenant compte des seules conditions techniques, que nous venons d'examiner, mais il faut en même temps se préoccuper des répercussions que pourrait avoir sur la situation économique du pays, une revalorisation ou une stabilisation. Le problème principal qui se pose à ce point de vue est le problème des prix.

Pendant la période de dépréciation, la valeur de la monnaie qui s'effrite, baisse plus rapidement sur le marché des changes qu'elle ne baisse à l'intérieur; en d'autres termes, la valeur extérieure de la monnaie baisse plus rapidement que son pouvoir d'achat. De même, en période de réappréciation, la hausse du cours de la monnaie, qui se revalorise, sur le marché des changes est beaucoup plus rapide que la réappréciation de cette monnaie à l'intérieur du pays. D'après ces constatations, on voit qu'au moment de la stabilisation légale d'une monnaie, il est possible d'avoir à faire le choix entre deux taux : 1^o le taux qui représente le cours de cette monnaie sur le marché des changes et 2^o le taux qui représente le pouvoir d'achat de cette monnaie.

Dans le cas de la livre sterling dont la revalorisation a été complète en ce qui concerne sa valeur extérieure, on s'est plusieurs fois demandé, si, au moment de sa revalorisation légale, ou au cours des années qui s'écoulèrent jusqu'à septembre 1931, cette devise avait un pouvoir d'achat correspondant à sa valeur extérieure et à sa teneur en or. Cette question préoccupa tous ceux qui ont eu à étudier la situation économique de la Grande-Bretagne pendant ces dernières années et donna lieu à une importante discussion à la Chambre des Communes, lors du vote du Gold Standard Act de 1925.

La grande importance attribuée à cette question

était pleinement justifiée, c'est la raison pour laquelle nous allons essayer ici de la résoudre, aussi exactement que possible.

La principale difficulté provient du fait suivant : tandis qu'il est très facile de connaître la valeur d'une monnaie sur le marché des changes, la cote des changes en fournissant toute indication, il est par contre assez malaisé de mesurer exactement son pouvoir d'achat, c'est-à-dire la quantité de biens et de services de toute espèce que l'on peut se procurer avec une quantité déterminée de monnaie¹. Il faut en effet, pour mesurer le pouvoir d'achat d'une monnaie, ne pas choisir une seule marchandise et de considérer son prix comme type, dont les variations représenteraient les variations générales des prix, car le prix de chaque marchandise subit des variations propres, tout à fait indépendante du pouvoir d'achat de la monnaie.

Ainsi, il faut prendre toute une série de marchandises ou de services (tous les biens et tous les services, si possible) et suivre l'évolution générale de leur prix ; les influences particulières à chaque bien qui provoqueront tantôt une hausse, tantôt une baisse de son prix n'agissant pas pour tous les biens dans le même sens, se compensent presque exactement et l'évolution générale des prix ainsi libérée de ces causes particulières, est influencée seulement par une cause générale, à savoir la variation de la valeur de la monnaie. Si par exemple le prix du blé vient à doubler d'une année à l'autre, cela ne prouve pas du tout que la monnaie a perdu la moitié de son pouvoir d'achat, parce que cette hausse du prix du blé peut être due à des causes spéciales (une récolte insuffisante par exemple). Mais si les prix de toute une série de biens ou de services appartenant à différentes catégories viennent à doubler, comme il est difficile d'admettre qu'il y ait eu partout les mêmes causes spéciales pour provoquer le même effet, l'on est amené à penser qu'une cause générale doit exister et cette cause ne peut être autre que la dépréciation de la monnaie (la

1. Conf. Reboud, *Précis d'Economie Politique*, § 573.

diminution de son pouvoir d'achat) car c'est la monnaie qui constitue la mesure commune de tous les prix.

Pour faciliter le calcul du pouvoir d'achat des monnaies, des nombres indices ont été établis. Pour les construire, on calcule les prix moyens d'un certain nombre de marchandises pendant une période choisie, prise comme période de base, et on les représente par 100. Ensuite, pour chacune des périodes suivantes, on calcule des prix moyens de ces marchandises. Les pourcentages correspondants indiquent de combien pour cent ces prix ont varié et prenant la moyenne générale et la comparant avec la moyenne de la période de base (100), l'on peut constater de combien les prix ont monté ou baissé par rapport à cette période de base¹.

Mais afin qu'un nombre indice montrât exactement les variations du pouvoir d'achat de la monnaie, il aurait fallu qu'il soit calculé d'après les prix de toutes les catégories de biens et des services². Malheureusement nous ne sommes pas arrivés à cette perfection et aucun des indices publiés ne nous permet de calculer exactement le pouvoir d'achat de la monnaie : ils ne peuvent que nous donner des indications plus ou moins précises et exactes.

Ainsi, pour apprécier le pouvoir d'achat de la livre au moment de sa revalorisation, c'est sur des indices de prix de marchandises (malgré qu'ils soient incomplets) que nous nous baserons. Mais, ici encore, il faut apporter quelques précisions car on distingue deux catégories de nombres indices des prix, ceux des prix de gros et ceux des prix de détail, qui ne concordent pas toujours ; lequel des deux faudra-t-il préférer quand on veut connaître le pouvoir d'achat d'une monnaie ?

De prime abord, il semble qu'on devrait préférer les indices des prix de détail, qui s'appliquent à des produits

1. V. Olivier, *Les nombres indices de la variation de prix*, Paris, 1926.

2. Et même que le prix de chaque bien ou service soit muni d'un certain poids (indice pondéré) selon son importance dans la vie économique du pays. Mais il a été montré par Irving Fisher « *Stabilizing the dollar* », pp. 3-4, qu'avec ou sans pondération on arrive à des résultats tout à fait comparables.

achetés en petite quantité chez les détaillants, ce qui permet de sonder avec suffisamment de précision l'un des éléments les plus importants du coût de la vie. Mais quand on veut apprécier le pouvoir d'achat général de la monnaie, on doit avoir que les indices des prix de détail, ainsi que ceux du coût de la vie, présentent de nombreux inconvénients. Tout d'abord, les indices des prix de détail (tels qu'ils sont calculés actuellement dans la plupart des pays, et spécialement en Grande-Bretagne) laissent en dehors certaines catégories de marchandises qui, quoique n'étant pas des biens de consommation, sont néanmoins d'une importance primordiale, telles le fer, l'acier, les produits manufacturés et les matériaux de construction¹. Ensuite, il est très difficile de vérifier les prix de détail à cause des grandes différences en qualité de chaque article et de manque de qualité type, comme on trouve sur le marché de gros. Enfin, les nombres indices des prix de détail, par la suite même de ces difficultés, ne font qu'indiquer « ce qu'achète l'unité monétaire pour des quantités déterminées de produits, entrant dans la consommation d'une famille ouvrière »².

Ainsi, en raison de ces défauts, nous croyons qu'il est préférable, pour déterminer la valeur de la monnaie de s'attacher aux indices des prix de gros qui, sans présenter les inconvénients ci-dessus indiqués, sont aussi représentatifs que les indices de prix de détail, car c'est la demande en détail qui est transmise au marché de gros et par conséquent finalement les prix de détail agissent sur les prix de gros¹.

Donc, lorsqu'on veut comparer la valeur intérieure de la livre sterling avec celle des autres monnaies, il est préférable de prendre les indices des prix de gros. Si ces indices sont plus élevés en Angleterre qu'ailleurs, il

1. V.-R.-G. Hawtrey, « Money and index-numbers », in *Journal of the Royal Statistical Society* (1930), pp. 64 à 103, surtout p. 81.

2. V. Albert Aftalion, *Cours de statistique* (2^e édition), pp. 29 et Conf. Hawtrey, *ibid.*

faut en déduire que le pouvoir d'achat de la livre est moindre que celui des autres monnaies avec lesquelles la comparaison est faite. Mais, nous l'avons dit, ce n'est là qu'une indication d'autant plus faible que les nombres-indices dans les différents pays ne sont calculés ni de la même manière ni sur la même base.

Les difficultés qui se présentent pour comparer le pouvoir d'achat des différentes monnaies étant ainsi présentées, on ne s'étonnera pas des controverses interminables qui naquirent en Angleterre après la revalorisation de 1925 sur le point de savoir si la livre était surévaluée ou non.

Nous essayerons, à notre tour, de répondre à la double question de savoir si la livre sterling après sa revalorisation légale était surestimée sur le marché des changes et si les prix anglais étaient plus élevés que ceux des autres pays. Ces deux points de vue, qui semblent être les deux formes d'une même question, doivent être, à notre avis, dissociées et examinées séparément et c'est justement parce-que cela n'a pas été fait que, croyons-nous, plusieurs controverses sont nées.

Essayons d'abord, de répondre à la première question, il nous suffit de comparer les prix anglais avec ceux des autres pays appliquant librement l'étalon-or, dont au premier rang étaient les Etats-Unis. C'étaient en effet, les variations du cours de la livre vis-à-vis du dollar qui fixaient le taux de dépréciation de la livre et ce fut également la parité du cours de la livre vis-à-vis du dollar qui amena la revalorisation de la monnaie anglaise. Comparons ¹ donc le niveau des prix de gros en Grand-Bretagne, aux Etats-Unis, en Hollande, en Suède et en Suisse, pendant le semestre qui précéda et celui qui a suivi le revalorisation de la livre.

(Indices officiels. Pour la Grande-Bretagne indice du Board of Trade).

1. V. l'article de Walter Leaf « The gold Standard facts and figures », in *Westminster Bank review*, août 1925.

1913 = 100

1924	Gr.-Bret.	E.U.A.	Suède	Hollande	Suisse
Juillet	162.6	147.0	157.0	151	170.6
Août	165.2				
Septembre	166.9				
Octobre	170.0				
Novembre	169.8				
Décembre	170.1	157.0	168.0	160	170.8
1925					
Janvier	171.1	160.0	169	160	170.8
Février	168.9	160.6	169	158	169.9
Mars	166.3	161.0	168	155	165.9
Avril	162.5	156.2	163	151	163.0
Mai	159.0	155.2	162	151	161.9
Juin	157.7	157.4	161	153	160.6

On voit d'après ces indices qu'au moment de la revalorisation de la livre, le niveau des prix anglais était tout à fait comparable à celui des autres pays adhérant à l'étalon-or. De plus, le léger écart qui subsistait encore en avril 1925 a disparu à la fin du premier semestre de cette année. à la suite de la baisse des prix anglais, plus accentuée que celle des autres pays à étalon-or. En effet, tandis que selon les chiffres ci-dessus les prix anglais ont baissé de 7,3 % ¹ pendant le premier semestre 1925, les prix américains n'ont baissé que de 3,6 % suisses de 6 %, hollandais de 5,6 % et ceux suédois de 4, 7 %.

Il est vrai que les indices présentés ci-dessus ne sont pas tout à fait comparables vu les différences qui président à leur établissement, mais nous croyons qu'ils montrent assez clairement 1° que les prix anglais baissaient plus rapidement pendant le premier semestre 1925 que ceux des autres pays à étalon-or et 2° qu'au moment du rétablissement de la convertibilité de la livre, l'écart entre les prix anglais et les prix américains ne devait être que de quelques points. Cette dernière

1. M. Walter Leaf dans son article mentionné ci-dessus, calcule que la baisse des prix anglais pendant cette même période était de 8,6 % selon l'indice du *Financial Times*, de 10,4 % selon l'indice de l'*Economist*, de 11,2 % selon celui du *Statist* et enfin de 13,2 % selon l'indice du *Times* qui est extrêmement sensible.

conclusion est d'ailleurs plus que confirmée par l'indice des prix de gros publié par le « London and Cambridge Economic Service »¹, calculé sur la même base et de la même manière pour onze pays ; selon cet indice, les prix de gros anglais étaient en 1925 à 158 et les prix de gros aux États-Unis à 165 (1913 = 100).

D'ailleurs, même une comparaison des indices de coût de vie britannique (Ministry of Labour) et américain (U.S. Bureau of Labour) est en faveur de notre conclusion. L'indice du coût de la vie qui était à 169 en juin 1924 pour la Grande-Bretagne monta à 181 jusqu'en décembre pour baisser ensuite à 172 en juin 1925 et se relever à 177 en décembre 1925. Pendant la même période l'indice du coût de la vie aux États-Unis s'élevait respectivement à 169 (juin 1924), 173 (décembre 1924), 174 (juin 1925) et 178 (décembre 1925). On voit donc que d'après ces indices le coût de la vie en Grande-Bretagne était même légèrement inférieur du coût de la vie en Amérique pendant l'année 1925. Il est vrai que M. Keynes avait prétendu, à l'époque, le contraire, mais cela provient de ce qu'il avait comparé l'indice du coût de la vie en Grande-Bretagne avec celui du seul Massachusetts qui ne peut pas être pris comme représentatif du coût de la vie dans tous les États-Unis².

Les États-Unis étant au moment du retour à l'étalon-or de la Grande-Bretagne le seul grand pays dont la monnaie représentait effectivement une certaine quantité d'or, c'est vis-à-vis du dollar seulement que la livre pouvait être surévaluée, après être redevenue, elle aussi, une monnaie or effective. Les autres monnaies, sauf quelques rares exceptions, n'étant pas des monnaies or ne pouvaient pas être prises en considération pour dire si la livre était ou non surévaluée, puisque une base commune manquait.

1. V. *Special Memorandum*, n° 19 (juillet 1926) « International comparison of price changes » par le Pr. Bowley et *Special Memorandum*, n° 24 (juillet 1927), « Comparative Price index numbers for eleven principal countries », par le Pr. Bowley et Mr. Smith. Ces indices sont publiés depuis dans les bulletins de mars, juin, septembre et décembre du « Service ».

2. Ceci a été mis en évidence par le Pr. T.-E. Gregory dans son *First year of the Gold Standard*, §§ 15-17.

Ayant ainsi répondu par la négative à la première des questions que nous avons posées ci-dessus, nous allons voir maintenant si les prix anglais, au moment de la revalorisation de la livre étaient plus élevés que ceux de la plupart des autres pays. Nous venons de donner la réponse en ce qui concerne les États-Unis. Mais en comparant les nombres indices des principaux pays européens avec ceux de la Grande-Bretagne, on est facilement convaincu que leurs prix étaient nettement plus bas que les prix anglais. Le phénomène s'explique d'ailleurs facilement, sans parler de surévaluation de la livre, mais plutôt de sous-estimation des devises de ces pays, car, comme nous l'avons fait remarquer, la baisse du change en période d'inflation précède la hausse des prix.

Après 1920, l'Allemagne et l'Autriche avaient presque complètement dévalorisé leurs monnaies (avant de créer le reichsmark et le schilling), il était donc normal après une telle débâcle et l'appauvrissement consécutif dans ces pays, que les prix allemands et autrichiens soient inférieurs aux prix mondiaux, et le mark et le schilling sous-estimés vis-à-vis des autres devises. Au surplus dans la plupart des autres pays européens (parmi lesquels la France) l'inflation continuait en 1925 suivie de la baisse de leurs devises sur le marché des changes.

Nous constatons donc, en conclusion de ces développements, que la Grande-Bretagne en procédant à la revalorisation de sa monnaie, en avril 1925, n'a pas surestimé la livre qui à ce moment, avait le même pouvoir d'achat que le dollar, unique monnaie digne d'être prise en considération. Si dans la plupart des autres pays, les prix étaient plus bas qu'en Grande-Bretagne ou qu'aux États-Unis, cela était dû simplement au « dumping du change » que pratiquent involontairement les pays dont la monnaie se déprécie.

Malgré, donc, toutes les critiques qui ont été faites nous ne voyons pas comment on a pu prétendre sérieusement, que le niveau des prix anglais au moment de la revalorisation de la livre ait été plus élevé que celui des

prix or. La revalorisation de la livre au pair n'était pas, nous le croyons, en avril 1925, trop ambitieuse ni irraisonnée car les prix anglais se trouvaient alors au niveau des prix aux États-Unis, seul grand pays qui appliquait à cette époque l'étalon-or sans entraves.

Est-ce alors que rien ne serait à reprocher du point de vue économique à la revalorisation anglaise de 1925 ? Est-elle tout à fait innocente de l'augmentation du déficit de la balance commerciale britannique et de l'aggravation du chômage ? Nous ne le croyons pas. Au moment de la revalorisation de la livre sterling les prix or pris en considération étaient ceux des États-Unis tout aussi élevés que les prix anglais, et l'on croyait à ce moment que dans chaque pays qui se rattacherait à l'étalon-or les prix tendraient à monter et à se fixer au niveau des prix des pays à étalon-or, c'est-à-dire des prix anglais et américains. On croyait, en d'autres termes, en 1925, à une hausse générale de prix qui ramènerait les prix des pays à monnaie dépréciée au niveau de ceux des pays dont la monnaie était demeurée ce qu'elle était en 1914. C'est là la thèse qui a été soutenue en Grande-Bretagne par les partisans de la revalorisation complète et immédiate de la livre. Voyons si elle était rationnelle.

Nous venons de remarquer que les prix américains et anglais étaient relativement élevés en 1925 ; ainsi les prix dans les pays qui retourneraient à l'étalon-or devraient s'élever pour atteindre le niveau des prix anglo-saxons, chaque stabilisation ayant comme effet de rattacher brusquement le niveau des prix du pays stabilisateur au niveau des prix américains. Mais ces prix élevés pouvaient-ils se maintenir et cela à une période où la production augmentait ?

Pour que les prix se maintiennent, il aurait fallu qu'un accroissement des revenus dans chaque pays ait suivi la stabilisation de sa monnaie. Etudions cette question de plus près : nous avons exposé plus haut pourquoi au moment où un pays abandonne le cours forcé pour revenir à l'étalon métallique, sa monnaie n'a pas exacte-

ment la même valeur sur le marché des changes et à l'intérieur du pays, ce qui explique les difficultés éprouvées par plusieurs pays pour fixer le niveau de stabilisation de leur monnaies et pourquoi, ordinairement, ce niveau de stabilisation est soit plus élevé, soit plus bas que le pouvoir d'achat de la devise stabilisée.

Examinons ces deux cas, et essayons de raisonner sur la question de savoir si, après 1925, les revenus devaient augmenter et les prix s'élever dans les pays qui auraient opté pour l'une ou pour l'autre des deux alternatives :

a. Dans le cas d'une stabilisation à un niveau élevé, les revenus devraient probablement baisser, car la stabilisation entraînerait des coûts de production plus élevés qui devraient entraver les exportations et favoriser les importations, d'où chômage et baisse des profits qui marqueraient une diminution de revenus¹.

b. Prenons maintenant le second cas, celui des pays qui ont stabilisé leur monnaie à un niveau plus bas que son pouvoir d'achat. Le commerce et l'industrie la production en général de ces pays, se trouveraient favorisées d'où un accroissement du revenu national, mais une bonne partie de ce revenu devait être absorbée par la hausse des prix qui résulterait de la nécessité d'adapter les prix intérieurs aux prix extérieurs². En tous cas, les revenus dans les pays qui ont stabilisé assez bas leurs monnaies tendraient à augmenter ; mais

1. Conf. l'article du Pr. Charles Rist dans la *Revue d'Economie Politique* (1932), pp. 254 à 263. « Le mécanisme de l'étalon-or a-t-il été faussé ? », p. 256 « ... les revenus intérieurs ont représenté un pouvoir d'achat identique vis-à-vis des marchandises intérieures et plus élevé vis-à-vis des marchandises étrangères. Par contre (à la suite de la revalorisation) les revenus en monnaie étrangère ont vu leur pouvoir d'achat abaisser vis-à-vis des marchandises indigènes. De là un ralentissement des exportations et une augmentation des importations, une crise de chômage correspondante et finalement une diminution générale des revenus »...

2. Conf. l'article de M. le Pr. Rist mentionné ci-dessus, p. 257, qui prend l'exemple de la France « ... les revenus en francs ont donc conservé le même pouvoir d'achat qu'auapavant vis-à-vis des marchés extérieurs, mais leur capacité d'achat à l'égard des produits intérieurs a graduellement diminué : au total le pouvoir d'achat des revenus français s'est réduit, quant aux étrangers par la suite de la hausse des prix intérieurs français, leur pouvoir d'achat en France s'est peu à peu ralenti ».

cet accroissement de revenus serait-il suffisant pour maintenir les prix au niveau des prix anglo-saxons et n'était-il pas probable que les états stabilisant leur monnaie à un niveau bas déclencheraient un mouvement contraire, de baisse de prix, qui pourrait vaincre le mouvement de hausse ? En effet, une fois, que tous les pays auraient trouvé leur stabilité monétaire, il n'y aurait plus aucune raison pour que les prix mondiaux s'adaptassent au niveau des prix américains ou anglais et non à un niveau de prix moins élevés qui serait plus près du niveau des prix existant dans la grande majorité des autres pays ; et un tel mouvement devrait être favorisé par l'accroissement considérable de la production, surtout depuis 1925.

La possibilité de baisse des prix après 1925 peut être soutenue par un autre raisonnement encore : jusqu'en 1925 la très grande partie du stock d'or monétaire mondial ne servait de base qu'à une seule monnaie, le dollar, mais du moment qu'après 1925, l'un après l'autre, la plupart des pays civilisés revenait à l'étalon-or, il était évident que la demande de l'or allait augmenter et sa production restant à peu près constante, son prix devrait monter, c'est-à-dire les prix mondiaux allaient baisser.

Nous venons de présenter les arguments qui militaient en faveur d'une baisse des prix, d'une manière abstraite et tels qu'ils pouvaient être pris en considération par les autorités britanniques en 1925, sans l'expérience des années qui s'en suivirent. A la lumière de ces réflexions, voyons quelles critiques peuvent être adressées, du point de vue économique, à la politique de revalorisation de la livre en 1925. Ces critiques, nous croyons les trouver très bien résumées dans l'amendement proposé par M. Snowden au nom du parti travailliste lors de la deuxième lecture du « Gold standard Bill », en mai 1925, à la Chambre des Communes. « Cette Chambre, disait l'amendement, ne peut procéder à présent à la deuxième lecture d'un projet de loi qui, contenant des mesures relatives au retour à l'éta-

lon-or, avec un empressement excessif (undue precipitancy), contribuera à aggraver les conditions déjà graves de chômage et de dépression commerciale¹ ». Et l'ancien chancelier de l'Echiquier ajoutait mélancoliquement que la licence générale d'exportation de l'or étant déjà accordée par la Trésorerie, le projet de loi présenté à la Chambre, ne constituait qu'un « indemnity bill ».

« Empressement excessif » voilà la principale critique que l'on peut faire à la revalorisation de la livre en 1925. C'est d'elle que dérivent toutes les critiques, qui lui ont été adressées.

Il était, au moins imprudent pour un pays de la structure économique de la Grande-Bretagne, dont l'équilibre dépend du commerce d'exportation, de procéder à la revalorisation complète de sa monnaie, à un moment où on n'était pas fixé sur le mouvement des prix dans les années à venir et que même il y avait des raisons pour croire à leur baisse prochaine. A un moment où la plupart des pays européens n'étaient pas encore sûrs de la politique monétaire à suivre et que l'un d'entre eux, celui-là même qui constitue le principal concurrent de l'Angleterre en matière d'exportations, l'Allemagne, avait suivi une politique tout à fait contraire à celle de la Grande-Bretagne, en dévalorisant complètement sa monnaie.

Il est vrai qu'en réalité il n'y avait pour le marché de Londres aucun avantage à baser ses opérations sur une monnaie « vagabonde » et que le commerce britannique souffrait, sans doute, des fluctuations de la livre : mais tout compte fait, il serait préférable d'attendre (même avec le risque de voir la spéculation se tourner et jouer à la baisse de la livre) jusqu'à ce que la situation économique et monétaire mondiale s'éclaircisse. En se précipitant trop on risquait de compromettre dans l'avenir la stabilité de la livre qu'on se pressait tellement à rétablir.

1. *Déb. parl. Ch. des Comm.*, t. CLXXXIII, séance du 4 mai 1925.

On pourrait néanmoins remarquer que si la tendance des prix mondiaux se manifestait comme orientée vers la baisse, et si les prix baissaient effectivement, les prix britanniques n'auraient qu'à suivre le mouvement. C'est ici le point délicat de la situation de la Grande-Bretagne, car une baisse de prix, après la revalorisation de la livre, eut été désastreuse pour l'équilibre britannique, comme nous allons le voir dans la deuxième partie de ce paragraphe.

B. *Les charges fixes et les salaires* : A la suite de la guerre mondiale la dette publique britannique qui s'élevait à 689,790,091 livres sterling en 1914 passa, en 1920, à 7.831,744,300 livres¹. Ainsi en six années la dette publique avait plus que décuplé. Et même le service de cette dette se trouvait accru plus que proportionnellement, car tandis que la dette d'avant-guerre était constituée depuis 1903 par des titres consolidés à 2 1/2 % et par une petite quantité de bons du Trésor, les emprunts émis pendant la guerre et jusqu'en 1920, étaient tous beaucoup plus onéreux (les charges de la dette publique selon le « Rapport Colwyn » étaient passées de 22,668,896 livres en 1914 à 358,229, 246 £ en 1925).

En tous cas, dès la guerre terminée, la Grande-Bretagne s'est mise à amortir sa dette et à consolider ses énormes engagements à court terme. En 1923, l'accord Baldwin était conclu pour fixer tout en la consolidant la dette britannique vis-à-vis des États-Unis à 4.600 millions de dollars, payables en 62 ans et comportant un intérêt de 3 % pendant les dix premières années et de 3 1/2 % pendant les années suivantes, ce qui faisait monter de 161 millions de dollars en 1924 à 187, 25 millions de dollars après 1933, les annuités payables aux États-Unis par la Grande-Bretagne au titre de dette intergouvernementale.

Malgré la politique financière si énergique on peut

1. V. le rapport du *Committee on national Debt and taxation* (Colwyn Committee 1927) et E.-L. Hargreaves, *The National debt*, Londres, 1930.

dire que « le poids mort » de la dette publique pesant sur l'économie britannique était beaucoup plus lourd en 1925 qu'il ne l'était en 1920, car entre temps les prix avaient baissé, passant de 310 environ en 1920 (1913=100) à 160 en 1925 (soit une baisse de près de 50 %) de sorte que le capital de la dette avait sensiblement diminué en chiffre absolu, mais qu'il était, relativement au revenu national, beaucoup plus grand qu'en 1920.

Adam Smith¹ remarquait déjà en 1776 que « l'on peut difficilement trouver l'exemple d'un pays qui ayant accumulé une grosse dette, l'a librement et complètement payée. Sa libération, si elle a jamais eu lieu, a été amenée à la suite d'une banqueroute quelquefois seulement avouée, mais toujours une réelle banqueroute. » Et il donnait l'exemple de la dévaluation monétaire comme le cas typique de la banqueroute dissimulée.

Evidemment, quand Adam Smith écrivait ces lignes, il pensait à des sommes qui nous paraîtraient, aujourd'hui ridicules. Après l'exemple des dettes contractées pendant les guerres napoléoniennes et qui ont été effectivement remboursées par l'Etat, malgré qu'à l'époque elles fussent considérées comme constituant un fardeau insupportable, l'affirmation d'Adam Smith aurait paru perdre beaucoup de sa valeur. Mais, en réalité, la règle exprimée par Adam Smith aurait été encore une fois appliquée si le développement extraordinaire de la richesse britannique durant le xix^e siècle n'avait pas rendu relativement insignifiante la dette contractée pendant les guerres napoléoniennes. On se trouvait donc en droit de se demander si un tel développement de richesses était possible en Grande-Bretagne en 1919, ce qui aurait amené la diminution relative de l'importance de la nouvelle dette publique. Rien à l'époque ne permettait de le croire².

Ainsi, en 1925, on pouvait voir que même si les prix mondiaux ne continuaient pas à baisser, le maintien d'une dette publique dont les charges absorbaient, d'après Sir

1. *The wealth of nations* édition de l'Everyman's library, Londres, 1931, vol. II, p. 412.

2. Voir Paul Einzig, *The tragedy of the Pound*, Londres, 1931, pp. 27-28

Josiah Stamp¹, 10 % du revenu national serait un fardeau que l'économie britannique ne pourrait supporter que très difficilement.

Il est vrai que l'argument dit « de poche à poche » a été plusieurs fois et avec talent développé². Il y a eu, en effet, des auteurs pour prétendre qu'une dette publique importante, pourvu qu'elle soit intérieure, n'est pas chose mauvaise, car elle n'aboutit à rien d'autre qu'au transfert d'une partie du revenu national de la poche du contribuable (car l'Etat pour pourvoir au service de sa dette sera obligé d'augmenter les impôts) à la poche du rentier créancier des arrérages de la dette publique.

Mais si cela est exact il ne faut pas oublier d'autre part qu'une lourde imposition entrave la production du pays, en augmentant les charges annuelles des différentes entreprises. Quoique depuis 1924 le seul impôt direct sur l'industrie ait été l'income tax, perçu sur les seuls profits, son taux variant de 4 à 5 shillings par livre (20 à 25 %) il serait difficile de nier que la production anglaise ne souffrit pas, par la suite du jeu de l'incidence des impôts, d'une fiscalité trop développée.

A la suite de cette fiscalité excessive les profits des différentes entreprises diminuaient ou disparaissaient complètement et ainsi le revenu national du pays et son épargne annuelle tendaient à baisser, car ce n'est pas la classe des rentiers (qui était favorisée par la politique révalorisatrice britannique) qui fait le progrès économique d'un pays.

Si la revalorisation de la livre augmentait le poids de la dette publique — contractée pour la plus grande partie pendant une période où les prix étaient beaucoup plus élevés qu'en 1925 — la dette très importante (plus d'un milliard de livres) des différentes collectivités locales augmentait aussi d'importance, et ce qui est plus sérieux, les charges fixes des différentes entreprises, subis-

1. *Papers on gold and the price level*, Londres, 1931, p. 35.

2. V. Pigou, dans *Quarterly Journal of Economics* Février 1919, p. p. 242-55; *The burden of war and future generations*, et du même auteur *The political Economy of war* Londres 1921, contra, Sh. Nicholson, *Inflation*, Londres, 1919.

saient le même sort, car le capital de ces dernières ou leur dette obligataire, qui avaient été accrus pendant la guerre pour répondre au chiffre d'affaires accru de l'époque, devenaient plus lourds à la suite de la revalorisation de la livre, et cela à une époque où les entreprises allemandes se trouvaient presque complètement libérées de toute charge de capital.

Il devient clair après cela, que même si au point de vue technique la stabilité de la livre était assurée — chose au sujet de laquelle nous avons formulé des doutes — et si au moment de la revalorisation, son pouvoir d'achat n'était pas moindre de sa valeur sur le marché des changes, il y avait tout intérêt pour l'économie britannique d'ajourner cette revalorisation, jusqu'au moment où l'on serait sûr que la tendance des prix mondiaux serait à la hausse et que les autres États européens suivraient la politique monétaire britannique. Ces conditions n'étant pas remplies, comme le remarque M. Einzig, la revalorisation de la livre était « un saut dans les ténèbres ». En effet, même si les prix mondiaux restaient, dans l'avenir, aux environs de leur niveau de 1925, il était certain que l'économie britannique devait souffrir à cause de l'énormité du poids mort de l'endettement qu'elle avait à supporter.

Ce n'est d'ailleurs pas seulement la grandeur des charges fixes qui était la cause des difficultés à la diminution des prix en Grande-Bretagne, la rigidité des salaires en est aussi responsable pour une grande partie. Mais ici encore, la revalorisation de la livre n'est pas étrangère à cette situation. Comment, en effet, convaincre l'ouvrier qui recevait, par exemple, deux livres par semaine en 1924, qu'en 1925, ces mêmes livres, avaient augmenté de valeur et que par conséquent, il devrait se résigner à une diminution de son salaire nominal¹ ? Il fallait aussi compter avec la toute puissance des Trade-Unions qui refusaient d'admettre toute diminution du

1. V. *Bulletin de la Société d'études et d'informations économiques* (Correspondance de la Grande-Bretagne, 24-2-31, n° 859, p. 11).

salaire nominal, préférant voir les ouvriers chômer que de leur permettre d'accepter les salaires diminués.

La politique britannique de chômage favorisait l'intransigeance des Trade-Unions car, selon le « Unemployment Insurance Scheme », ce n'était pas de leurs caisses que les Trade-Unions auraient à payer des indemnités aux chômeurs. Ces indemnités — le *dole* — étaient d'ailleurs substantielles¹.

§ 3. Conclusion

Les conclusions de cette section consacrée à la critique de la revalorisation de la Livre en 1925 peuvent être facilement énoncées :

Comme nous venons de l'indiquer, il nous paraît que la revalorisation légale de la Livre en 1925 a été effectuée avec un « empressement excessif ». Car, bien que la livre ne fût pas, à cette époque, surestimée à l'extérieur, néanmoins sa convertibilité était techniquement mal garantie. En outre, l'on ne savait pas à ce moment — malgré quelques indications — quelle serait la tendance des prix mondiaux dans les années à venir, élément de la plus grande importance pour l'économie britannique.

En effet, si les prix mondiaux commençaient à fléchir, ou même se stabilisaient aux environs du niveau de 1925, les charges fixes qui lui incomberaient seraient tellement lourdes qu'elles constitueraient un handicap extrêmement grave pour le commerce d'exportation.

1. Tout de même l'affirmation de certains auteurs, que l'ouvrier avait plus d'intérêt à chômer qu'à travailler, le montant du « *dole* » étant aussi grand que celui du salaire, ne nous paraît pas justifiée. Ces auteurs prennent, en effet, des exemples extrêmes pour prouver leur assertion. Ils prennent, d'une part l'exemple d'un jardinier ou d'un receveur de tramways qui ne touchent que 40 à 50 shillings par semaine, et d'autre part celui d'un ouvrier touchant comme « *dole* » 38 shillings par semaine, « *dole* » qui s'analyse comme suit : 17 shillings qui constituent son allocation de chômage proprement dite à laquelle s'ajoutent 9 shill. pour sa femme et 2 shill. pour chaque enfant de moins de 14 ans. On prend ainsi pour faire la comparaison entre salaires et allocation de chômage, d'une part le cas d'un salarié des plus modestes et, d'autre part, le cas d'un chômeur marié et père de 6 enfants au-dessous de 14 ans ce qui est un cas exceptionnel. V. Vienot, *Les difficultés de l'Ind. Britannique depuis la guerre*, Paris, 1932 et Frd. Roe, « La crise brit. vue par un Anglais », in *Rev. de Deux-Mondes*, 15 février 1931, pp. 795-810.

tation britannique, qui montrait déjà des signes de faiblesse. Par ailleurs la rigidité des salaires anglais aurait eu des effets beaucoup plus néfastes en période de baisse des prix.

La seule éventualité qui aurait permis à la Grande-Bretagne de supporter la revalorisation complète de sa monnaie, eut été une hausse des prix mondiaux, mais puisque rien ne permettait de prévoir cette hausse, en 1925, les autorités britanniques devaient attendre jusqu'à ce que cette éventualité entrât dans le domaine de la réalité et si le contraire se réalisait (c'est-à-dire la baisse des prix), renoncer définitivement à la revalorisation complète de la livre.

CHAPITRE III

LA REVALORISATION DE LA LIVRE A L'EPREUVE DES FAITS

La valeur d'une monnaie sur le marché des changes est réglée par la loi générale de l'offre et de la demande. Plus une devise est demandée à un certain cours, plus elle a tendance à s'apprécier et si les offres de cette devise, à ce même cours, dépassent les demandes sa tendance est vers la baisse¹.

L'application de cette loi dans le cas d'une monnaie inconvertible peut amener des fluctuations de sa valeur d'une très grande ampleur : la livre, elle-même, avait connu l'amplitude de ces fluctuations, car sa dépréciation avait dépassé, dans un moment, le 30 %. Mais quand une monnaie est rattachée à l'étalon-or, c'est-à-dire quand les billets en circulation sont librement échangés contre de l'or, en une quantité fixée, à l'Institut d'Émission, les fluctuations de la valeur de la monnaie ont beaucoup moins d'importance. Si par exemple la livre sterling (monnaie-or) est plus offerte qu'elle n'est demandée au prix de \$ 4.86 son cours tendra à fléchir vis-à-vis du dollar ; mais étant donné que la livre est convertible à vue à 113.623 grains d'or, à Londres, et que le dollar est convertible aux États-Unis à 23,22 grains d'or, on voit qu'une livre contient la valeur de 4,866 dollars (c'est là le pair de ces deux devises) et

1. V. Albert Aftalion, *Monnaie prix et change*, Paris, 1927, pp. 298-299.

de première vue il semble peu probable *que leurs cours se différencient*, malgré la différence entre l'offre et la demande de ces deux devises, qui en somme ne représentent que la même chose — une certaine quantité de métal jaune chacune.

Pourtant même dans le cas des devises convertibles en or une certaine place est laissée à l'application de la loi de l'offre et de la demande. En reprenant, en effet, l'exemple ci-dessus nous voyons que tandis que la livre représente de l'or à Londres, le dollar représente de l'or aux États-Unis d'Amérique, ce qui n'est pas exactement la même chose, l'expédition de l'or de Londres en Amérique nécessitant certaines dépenses (frais de transport, assurance, intérêts perdus pendant la durée du voyage) de sorte que des écarts apparaissent au-dessous et au-dessus de la parité métallique qui s'appellent, nous l'avons déjà dit, les points d'entrée et de sortie de l'or; si, dans notre exemple les offres des livres contre des dollars au cours de 4,866 doll. la livre, dépassent les offres de dollars contre des livres à ce même cours, la livre tendra à se déprécier mais cette dépréciation ne pourra pas dépasser le point de sortie de l'or anglais car une fois ce seuil atteint on a intérêt, au lieu de vendre des livres contre des dollars, de convertir des livres en métal et d'envoyer ce métal en Amérique.

On voit d'après ces considérations que dans un monde où l'étalon-or fonctionne normalement, comme c'était le cas entre 1928 et 1931, les offres et les demandes des différentes devises ne peuvent provoquer que des variations très restreintes de leurs cours sur le marché des changes. C'est là d'ailleurs le principal avantage de l'étalon-or.

Mais si l'influence directe de la loi de l'offre et de la demande sur le change d'un pays dont la monnaie est rattachée à l'étalon-or, se trouve restreinte dans les limites étroites des *gold-points*, son influence indirecte peut être beaucoup plus considérable, car si les offres continuent à dépasser largement les demandes, l'encaisse métallique du pays finira par s'amenuiser et le

pays se trouvera obligé d'abandonner l'étalon-or, une fois que lui aussi aura été abandonné par le métal précieux.

Nous allons examiner dans les pages qui suivront, la balance des offres et des demandes des livres entre 1924 et 1930 et les causes qui ont déterminé ces offres et ces demandes. Les causes qui déterminent les offres et les demandes d'une monnaie — de la livre en occurrence — peuvent être classées en trois groupes :

- 1° La balance commerciale.
- 2° La balance des comptes et
- 3° Les mouvements des capitaux.

Section A

La balance commerciale britannique

La balance du commerce, ou différence entre les importations et les exportations d'un pays, constitue l'un des principaux facteurs d'offre et de demande de la devise nationale.

La Grande-Bretagne a été l'un des premiers États dans les temps modernes à avoir un important commerce extérieur. C'est pendant les guerres de la Révolution et de l'Empire — époque à laquelle l'industrialisation de la Grande-Bretagne avait déjà commencé — que son commerce d'exportation prit un grand essor, stimulé par les énormes, pour l'époque, paiements à l'extérieur que lui imposaient les subsides versés à ses Alliés contre la France. L'apogée du commerce extérieur britannique se place vers 1871-75 période pendant laquelle il représentait les 21,6 % du commerce extérieur mondial.

Il est vrai que dès le milieu du xix^e siècle les importations en Grande-Bretagne excèdent ses exportations, excédant qui n'a cessé d'augmenter (malgré l'augmentation constante¹ entre 1880-1913 de ses exportations

1. Voir H. Pouyanne, « La vie économique en Angleterre », in *R. d'Ec. Politique* t. 1928 p.p. 271-291.

de 3 % par an) rendant ainsi la balance commerciale britannique de plus en plus défavorable.

Ainsi, si l'on ne considère que la balance commerciale, les offres de livres devraient être supérieures aux demandes et la Grande-Bretagne aurait dû être ruinée depuis longtemps, si d'autres éléments que nous allons étudier dans les sections suivantes, n'étaient pas intervenus pour créer de fortes exigibilités en faveur de la Grande-Bretagne. Mais, quoi qu'il en soit, il reste qu'une balance commerciale dont le déficit va toujours croissant est un phénomène assez inquiétant — même pour un pays riche — car une grande partie des autres éléments favorables de la balance des comptes est absorbée pour couvrir ce déficit, de sorte qu'en fin de compte, la puissance des placements productifs à l'extérieur du pays diminue et il arrive même quelquefois qu'une balance des comptes, dont tous les autres éléments présentent un excédent de créances en faveur du pays, soit convertie en balance défavorable à cause du déficit de la balance commerciale.

En Grande-Bretagne le déficit de la balance du commerce n'a commencé à prendre des dimensions inquiétantes, qu'après le « slump » de 1921 ; depuis lors, et malgré une légère amélioration pendant les années de prospérité mondiale, 1927-29, la tendance visible des exportations britanniques est vers la baisse ; cette orientation d'ailleurs, s'accroît depuis 1923, c'est-à-dire depuis l'époque où le cours de la livre sur le marché des changes commença à cotoyer le pair.

D'après les chiffres du *Board of Trade Journal*, les exportations des produits britanniques (auxquels nous avons ajouté les sorties du métal argent) qui sont d'ailleurs d'une minime importance, qui en 1924 se montaient à 813 millions de livres baissent à 785 millions en 1925 et à 664 millions de livres en 1926, (mais ce dernier chiffre ne représente point la situation exacte car il est faussé par la grève charbonnière et la grève générale de 1926), en 1927, 28 et 29, période de grande prospérité mondiale, les exportations britanniques res-

tent presque stationnaires, en se montant à 716 millions de livres en 1927, 733 millions en 1928 et 738 en 1929 pour s'effondrer en 1930 à 579 millions de livres.

Pendant cette même période les importations retenues en Grande-Bretagne se sont montées à 1.151 millions de livres en 1924, 1.178 millions en 1925, 1.127 millions en 1926, 1.102 millions en 1927, 1.085 en 1928, 1.119 millions de livres en 1929 et 966 millions en 1930¹.

Ainsi le déficit de la balance commerciale pendant ces années devait se monter, d'après les chiffres ci-dessus, à 338 millions de livres pour l'année 1924, 393 millions pour 1925, 463 millions pour 1926, 386 millions pour 1927, 352 millions pour 1928, 381 millions pour 1929 et 387 millions de livres pour l'année 1930. Soit en tout le déficit de la balance commerciale britannique monta pendant les sept années 1924-30 à 2.700 millions de livres (337.250 millions de francs) ou 17 fois environ le montant, en moyenne, de l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre pendant cette même période.

Nous constatons donc, l'existence entre 1925-30, période pendant laquelle la livre était convertible en

1. Il est vrai que l'éloquence des chiffres ci-dessus est beaucoup diminuée par l'instabilité des prix pendant cette période ; pour parer à cet inconvénient nous allons reproduire l'indice du commerce extérieur britannique en volume, tel qu'il a été publié par le *Board of Trade*, base 1913-100.

Année	Importations	Exportations	Année	Importations	Exportations
1913	100.0	100.0	1927	118.1	77.8
1924	105.2	76.1	1928	114.4	79.6
1925	110.3	75.5	1929	121.0	82.2
1926	115.3	67.7	1930	118.3	67.5

La baisse des exportations britanniques et le modeste de leur augmentation pendant la période de prospérité dévient plus frappant quand on les compare avec les exportations des autres grands pays commerçants (voir *Ligue of Nations Memorandum on International Trade*).

	1913	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
France	100	119	124		146	148		
Allemagne	100	50.8	65.3	72.7	75.5	85.9	94.9	94.7
Italie	100	119.0	136.4	135	134.6	131.9		
Suède	100	99.3	99.6	100.8	117.2	106.8		
Danemark	100	134.2	132.5	141.4	166.9	173.9		
Norvège	100	107.0	112	118	121	124		
Suisse	100	87.7	91.3	87.5	99.4			

or, d'un élément franchement défavorable qui devait influencer le marché de la livre.

Voyons maintenant si l'aggravation du déficit de la balance commerciale est dû à la politique monétaire britannique et à la revalorisation de 1925.

Sur ce point les opinions en Angleterre sont très divisées ; il y a, c'est la majorité, des personnes qui ont soutenu que l'aggravation du déficit de la balance commerciale britannique est due uniquement à la revalorisation de la livre, constituant une prime à rebours aux exportations. Il y a eu aussi d'autres, [et non des moins éminents, qui croyaient, avec le chancelier de l'Échiquier, M. Churchill], que la revalorisation de la livre n'était responsable du déficit de la balance commerciale « que dans la mesure où le *Gulf Stream* l'était aussi ».

Mais, comme il arrive souvent, la vérité se trouve au milieu. Et c'est là la thèse que soutinrent les auteurs¹ français qui ont eu l'occasion de traiter cette question. Sans nous attarder beaucoup sur les causes extra-monnaétaires de la baisse des exportations et de l'accroissement des importations britanniques nous pouvons énumérer comme telles les suivantes :

A) *En ce qui concerne la diminution des exportations :*

1° Les principaux articles d'exportation britannique sont le charbon et les articles manufacturés et semi-manufacturés (industrie lourde de fer et d'acier, constructions mécaniques, tissus, etc...). Or, l'outillage de toutes ces industries, était, sauf quelques exceptions, suranné², n'ayant pas suivi les récents progrès scientifiques ; le régime juridique de l'exploitation des mines était impropre à l'exploitation en grand ; les salaires payés aux ouvriers britanniques étaient très élevés en comparaison avec ceux payés dans la plupart des autres

1. Voir A. Siegfried : *La crise britannique au xx^e siècle*, Paris, 1931. — Vienot : *Les difficultés des Industries britanniques*, Paris, 1932.

2. V. Kempster J.-W. *Banking credit and the crisis*, Londres, 1932, chap. VII.

pays dont les produits concurrençaient les exportations britanniques sur les marchés internationaux¹.

Il faut néanmoins remarquer que les salaires dans les industries soumises à la concurrence internationale étaient beaucoup moins élevés que dans les autres industries britanniques², de sorte que, tout compte fait, et si on met à part l'augmentation du prix de revient résultant du fardeau des charges fixes — dont nous parlerons en traitant des causes monétaires de la baisse des exportations — nous ne croyons pas qu'en raison des causes ci-dessus indiquées, l'Angleterre produisit beaucoup plus cher que les autres pays industriels.

2° Un autre motif de la diminution des exportations britanniques tient à la transformation des méthodes de la production dans le monde, selon la terminologie de M. Siegfried et ceci a trait surtout à ce qui concerne les exportations de la houille, car cette matière (dont la Grande-Bretagne a été et reste toujours la principale exportatrice) a cessé d'être la seule matière productrice de force motrice pour être remplacée, dans une large mesure, par d'autres, telles les huiles et la houille blanche, dans la production desquelles la Grande-Bretagne ne tient plus la place qu'elle occupe quant à la production de la houille. Il en résulta une baisse des exportations britanniques de houille et certains désavantages pour d'autres industries, comme celle des transports maritimes.

La marine marchande anglaise, composée en majorité par des cargos³, jouissait d'un véritable privilège en ce qui concerne l'établissement du taux de ses frets. En effet, les cargos anglais étaient toujours certains d'avoir

1. En 1927, selon le Ministry of Labour, la comparaison entre les salaires s'établissait comme suit :

Angleterre	100	Allemagne	65-70
États-Unis	175	France	55-60
Danemark	105-110	Belgique	50-65
Hollande	85- 90	Italie, Autriche, Pologne :	45-50'

2. V. Siegfried, *op. cit.*, Viennot, *op. cit.*, pp. 68 et s. et Frederic Benham, *British Monetary Policy* (Londres 1932), ch. II, p. 21.

3. V. Paul de Rousiers, *Les Grandes Industries Modernes*, Paris, 1930, vol. IV, Chap. IV.

au départ une pleine cargaison de charbon à transporter, puisque le charbon anglais était utilisé dans tous les coins du monde. Or, depuis que le charbon a cessé d'être la seule matière combustible et que d'autres concurrents ont surgi en ce qui concerne les exportations de houille, le charbon britannique a perdu plusieurs de ses débouchés et les vapeurs se trouvent plusieurs fois obligés à quitter « sur lest » les ports anglais.

3° Ensuite, c'est la consommation mondiale qui s'est transformée. Jamais l'adage de Voltaire n'a été plus vrai qu'aujourd'hui « le superflu est chose très nécessaire » ; depuis la guerre les industries de base, la grosse métallurgie et les textiles n'ont jamais été prospères¹. La consommation d'une société dans laquelle les individus jouissent, en moyenne, d'un revenu plus grand que pendant n'importe quelle époque, s'est tournée vers des productions « à la mode » superflues peut-être mais non moins nécessaires.

Or, si l'Angleterre jouissait à cause de sa tradition et peut-être de son outillage d'une véritable suprématie en ce qui concerne les industries de base, elle ne se trouve pas aussi favorisée vis-à-vis de la production en série et la construction d'une masse d'articles dont l'usage s'est développé surtout après la guerre (T.S.F., gramophones, automobiles, etc...).

4° Parmi tant d'autres conséquences de la Grande-Guerre, se dégage, à n'en pas douter, le bouleversement de l'équilibre économique d'avant 1914. Les nouveaux États comme les États anciens qui à la suite de la guerre ont changé de frontières, ont cherché à trouver leur équilibre de deux manières : 1° soit en protégeant les industries anciennes qui se trouvaient établies sur les bases des frontières d'avant-guerre, 2° soit en créant de

1. Il est intéressant de montrer la baisse des exportations de ces industries par quelques chiffres :

	1924	1929	
	—	—	
Charbon	72,1	48,6	Millions de £.
Industrie cotonnière	199,2	135,4	—
Industrie lainière	67,8	52,9	—
Fer, acier, ind. dérivées	74,6	68,0	—

nouvelles industries avec le but plus ou moins avoué d'atteindre à l'autarchie économique.

Il est inutile d'insister sur le dommage subi par le commerce d'exportation britannique du fait de cette politique qui lui fermait des débouchés incontestés avant 1914.

Voilà quelques-unes des raisons extra-monétaires qui tendent à expliquer le fléchissement des exportations britanniques. Voyons maintenant les raisons de même nature qui ont provoqué :

B). L'augmentation des importations :

Quelques-unes des causes indiquées pour la baisse des exportations conservent leurs valeurs aussi pour expliquer l'augmentation des importations. Ainsi : 1° le prix relativement élevé de la production anglaise ajouté au fait que, à l'exception des industries protégées par les droits Mac Kenna, le marché britannique était libre de tout droit protecteur, détermina un accroissement des importations et cela au détriment de la production anglaise. En effet, selon l'indice du *Board of Trade* les « importations retenues » des produits manufacturés en Grande-Bretagne, qui s'élevaient à 100 en 1924 évoluent comme suit : 112,2 en 1925, 128,4 en 1927, 129,7 en 1928, 135,4 en 1929 et 135,6 en 1930.

2° La nécessité d'importer des combustibles non produits dans le pays (essence, mazout, huiles lourdes) en quantités de plus en plus grandes compte, nécessairement pour l'augmentation des importations britanniques, enfin,

3° La transformation de la consommation mondiale, dans le sens que nous avons indiqué, devait déterminer aussi une augmentation des importations d'articles non fabriqués dans le pays ou produits à l'étranger à un moindre prix de revient qu'en Grande-Bretagne.

Ces facteurs, quelle qu'eût été la politique monétaire britannique d'après-guerre, devraient nécessairement tendre à accroître les difficultés des industries anglaises et à augmenter le déficit de la balance commerciale du pays.

Telle étant la situation de la Grande-Bretagne, la politique monétaire apporta, selon l'expression plusieurs fois répétée à ce propos, « le coup de grâce » aux industries britanniques.

Ayant augmenté leur capital-actions ou obligations pour répondre à l'activité accrue des années de guerre et des premières années d'après-guerre, en un moment où les prix étaient beaucoup plus élevés, elles se voyaient à la suite de la baisse des prix qui suivit le boom de 1920 et la politique déflationniste anglaise, dans l'impossibilité d'effectuer des profits assez élevés pour rémunérer leur capital-obligations et distribuer à leurs actionnaires, un dividende satisfaisant. D'ailleurs, leurs profits étaient décimés, à la suite de la politique fiscale énergique, qui recourait à des taux élevés d'impôts directs, pour assurer l'équilibre d'un budget grévé par le service d'une dette publique exagérée. Ainsi l'income-tax sur les profits industriels a constamment varié entre 20 et 25 %.

Par contre, les principaux concurrents de l'industrie britannique en Europe arrivaient, à la suite d'une dévaluation monétaire plus ou moins grande, à diminuer leur endettement excessif et à donner un nouvel élan à leurs industries. Ainsi s'explique le grand accroissement, depuis 1924, des exportations de la plupart des pays européens, tandis que celles de la Grande-Bretagne restaient stationnaires ou même diminuaient.

D'ailleurs, la non revalorisation de la livre aurait non seulement évité la surcapitalisation des entreprises mais aussi résolu le problème du non-ajustement des salaires. Plusieurs entreprises qui ne seraient pas aussi lourdement grevées de charges fixes et de salaires élevés auraient pu continuer à travailler et le chômage serait moins grand. Enfin, on pourrait aussi se demander si la non-révalorisation de la livre n'aurait pas épargné à l'économie britannique les pertes multiples des grèves de 1926¹.

1. V. sur ces grèves l'article de M. Paul Pic, « le Trade Unionisme et l'État anglais, » dans la *Revue Econ. Internationale*, 1928, livr. 2, pp. 25-65) surtout pp. 31-43, où l'on trouve une bibliographie complète de la question. Conf. aussi Sir J. Stamp, *Papers on Gold and the price level*, pp. 110-114.

Ainsi nous n'admettons pas l'opinion de certains auteurs¹ qui, à la suite de M. Churchill, prétendent que la politique monétaire n'est pour rien à l'accroissement du déficit de la balance commerciale et donnent comme argument que l'évolution de la balance commerciale d'autres pays, ayant suivi la même politique monétaire que la Grande-Bretagne et ayant complètement revalorisé leur monnaie, n'a pas du tout présenté l'aggravation de la balance britannique.

Mais il est difficile de comparer la politique monétaire suédoise, norvégienne, danoise, hollandaise, suisse, avec celle britannique, car si dans tous ces pays la politique monétaire a conduit à la revalorisation complète des monnaies respectives, il ne faut point perdre de vue que ces pays n'avaient pas participé à la guerre, que la dépréciation de leurs monnaies n'avait pas atteint le niveau de dépréciation de la livre (surtout en ce qui concerne la Suisse, la Hollande et la Suède), que l'endettement soit public soit privé était loin d'avoir augmenté aussi formidablement qu'en Angleterre et que, par conséquent, les charges résultant de la revalorisation monétaire pour les différentes branches de la production de ces pays n'étaient nullement comparables à celles résultant pour la production britannique.

Nous concluons donc que, malgré qu'on ne doive pas perdre de vue les causes d'ordre général qui ont pu dans une certaine mesure, contribuer à accroître le déficit de la balance commerciale britannique, son augmentation exagérée est due surtout à la politique monétaire qui, comme il a été dit plusieurs fois, sacrifia les intérêts de l'industrie aux intérêts de la finance.

Il est vrai que dans le chapitre précédent nous croyons avoir montré que la livre au moment de sa revalorisation n'était pas surestimée par rapport au dollar mais cela n'empêche que la baisse des prix anglais entre 1921-

2. V. Surtout Loveday, *Britain and World Trade* (London 1931), pp. 170-171 et dans l'*Economist* (Monthly-Suppl., 28 oct. 1930), pp. 26-30. Et R.-B. Forrester, « Britain's access to overseas markets », in *Economic Journal*, déc. 1932, pp. 517-531.

1925, pour légère qu'elle eût été, jusqu'à ce qu'ils atteignent le niveau des prix américains a fait souffrir énormément les industries anglaises. Puis, quand ce niveau des prix a été atteint, les Anglais s'aperçurent, mais un peu tard, que leurs prix n'étaient pas suffisamment bas, car ce n'étaient plus les États-Unis mais les autres pays industriels européens qui constituaient leurs concurrents les plus redoutables sur les marchés étrangers. Entre 1925-30 les prix baissent dans la plupart des pays et cette baisse est favorisée par la politique de dévalorisation monétaire que ces pays suivent, les prix anglais ne peuvent baisser que beaucoup plus lentement et chaque nouvelle baisse provoque des catastrophes aux industriels anglais.

Section B

La balance des comptes

Nous entendons par balance des comptes d'un pays, l'ensemble des créances et des dettes nées des échanges de marchandises et de services dans une période déterminée — une année — ainsi que celles résultant d'opérations antérieurement effectuées mais donnant lieu normalement à règlement — en intérêts ou en capital — dans la dite période¹.

On voit donc que la balance commerciale n'est qu'un élément — mais un élément très important — de la balance des comptes. C'est en partie à cause de son importance et en partie à cause de la plus grande précision avec laquelle elle peut être établie que nous venons de lui consacrer une section spéciale et que nous traiterons ici de tous les autres éléments ensemble.

Par contre, il est facile de constater que la définition de la balance des comptes exclut de cette balance, les dettes et les créances résultant pour un pays à la suite

1. A. Aftalion, *Monnaie, prix et change*, p. 257,

des mouvements des capitaux. Ces mouvements, effectués dans un sens ou dans un autre, aident à réaliser dans la balance des règlements l'équilibre qui manque à la balance des comptes, car la balance des règlements doit être toujours en équilibre, toute transaction avec l'étranger devant se régler. Nous reviendrons d'ailleurs sur ce point dans la section suivante que nous consacrerons aux mouvements des capitaux.

* * *

Si le calcul exact de la balance commerciale est chose très difficile, le calcul précis de la balance des comptes comprenant des éléments par définition même « invisibles », est chose presque impossible.

Heureusement le *Board of Trade*, fait un sérieux effort pour calculer aussi exactement que possible, les différents éléments de la balance des comptes britannique et ses calculs sont généralement acceptés comme à peu près exacts¹. C'est donc en nous basant sur ces chiffres que nous allons étudier l'évolution de la balance des comptes britanniques pendant la période que nous examinons.

Les principales ressources invisibles de la balance des comptes britannique sont les suivantes : Revenus de la marine marchande, revenus des placements à l'étranger, revenus des placements à court terme et commissions perçus à la suite des services rendus à des résidents à l'étranger.

Étudions maintenant séparément l'évolution de chacune de ces catégories de revenus.

§ 1. — *Le revenu de la Marine Marchande.* — La marine, marchande britannique qui s'est développée sous l'empire de l'Act de navigation de Cromwell, se trouvait dans une situation extrêmement avantageuse au milieu du xix^e siècle quand, après l'abolition de cet

1. La revue *The Economist* calcule aussi chaque année la balance des comptes britannique et arrive à des résultats peu différents de ceux du *Board of Trade*.

Act (1850), la libre concurrence dans les transports maritimes commença. Le commerce extérieur très développé de la Grande-Bretagne et le fait que le poids des exportations britanniques — à cause du charbon — excède celui des importations (chose qui n'arrive à aucun autre pays Européen) assuraient au départ des navires britanniques l'existence d'une cargaison, ce qui leur épargnait de quitter leurs ports d'attache sur lest et leur permettait ainsi de maintenir des frets peu élevés.

En 1913, sur 150 millions de tonnes du commerce extérieur britannique, 100 millions ont été transportées par des navires anglais et, en plus, les navires anglais avaient transporté 100 millions de tonnes entre des ports étrangers. Ainsi le rôle de la marine marchande britannique apparaît d'une importance égale tant sous son aspect national que sous l'aspect international.

Ces indications se confirment par les chiffres que donne le *Board of Trade* sur le revenu national net dû à l'activité de la marine marchande (net, c'est-à-dire que les gains de la marine marchande britannique sont amputés des frets payés par des résidents en Grande-Bretagne à des navires non britanniques)¹.

En 1924 ce revenu s'élevait à 140 millions de livres, en 1925 à 124 et en 1926, année de la grève charbonnière, baisse légèrement à 120 mill. de livres. Puis, pendant les années de développement du commerce international qui sont les années 1927-29, il s'élève à 140 millions de £. (1927) et à 130 millions de £. pour les deux autres années. Il baisse, enfin, à 105 millions de £. en 1930, première année de la crise économique.

1. Bien entendu, comme revenus dus à la marine marchande sont considérés non seulement les frets touchés par les navires britanniques pour les transports entre ports étrangers, mais aussi les frets que la marine marchande anglaise gagne en transportant des marchandises des ports britanniques vers l'Étranger (car le prix de ce transport s'ajoute à la valeur des exportations britanniques qui est calculée au moment où les marchandises quittent la Grande-Bretagne, quand la créance que le transport fera naître n'existe pas encore) ainsi que ceux touchés par elle quand elle transporte des marchandises de l'étranger en Grande-Bretagne, car la valeur des importations dans un pays est calculée « C.I.F. » et il faut déduire le fret qui a été touché par des nationaux.

On constate donc que pendant cette période et malgré la diminution constante des exportations anglaises de houille, les revenus de la marine marchande se sont maintenus aux environs du niveau atteint en 1924, sauf pour les années 1925-6 et 1930, années exceptionnelles. C'est sûrement le caractère international des services rendus par la marine marchande britannique qui aida au maintien de cette stabilité.

§ 2. *Revenu des placements à l'étranger.* — La Grande-Bretagne détient toujours, si on met à part les dettes intergouvernementales, la place du premier créancier du monde¹. Ses placements à l'étranger, dont M. Keynes² s'est plu à placer l'origine au temps de la Reine Elisabeth, peuvent être évalués comme étant d'une grandeur avoisinant 3.500 millions de livres.

La Grande Bretagne attacha depuis longtemps une importance considérable à ses placements à l'étranger, car elle les considère comme un complément de sa politique d'expansion commerciale.

En fait, les revenus tirés de ses capitaux placés à l'étranger — principalement en valeurs mobilières mais aussi, pour une grande part, en immobilisations — constituaient, longtemps avant la guerre, un élément de première importance pour son équilibre économique, et cette importance est loin de diminuer. Ainsi en 1924, le revenu net (déduction faite des revenus payés à l'étranger par l'Angleterre pour des capitaux investis en Grande-Bretagne) des placements à l'étranger se montait (toujours selon les calculs du Board of Trade) à 220 millions de £ et passait l'année suivante à 250 millions de £., chiffre auquel il s'est maintenu jusqu'en 1930, année au cours de laquelle il baissa à 220 millions de £.

La stabilité de cette catégorie de revenus est remarquable mais si, au lieu de considérer le revenu net donné

1. V. le *Mac Millan Report* (1931) et P. Einzig, *The fight for financial supremacy*, p. 56.

2. *Essays on persuasion*, London, 1931, p. 362.

par le Board of Trade, on considère les chiffres bruts du revenu des placements, tels qu'ils sont donnés par M. Colin Clark¹, l'on voit qu'une tendance vers le fléchissement de ces revenus s'est fait assez sensiblement sentir, car le revenu des placements à l'étranger calculé à 284 millions de £. pour 1927 est descendu à 283 millions en 1928, 272 en 1929 et 212 en 1930.

Il n'est pas sans intérêt de donner quelques détails sur la composition du revenu dû aux placements à l'étranger. On peut, en effet, distinguer trois groupes suivant le tableau ci-dessous, que nous empruntons à l'ouvrage, déjà mentionné, de M. Colin Clark.

*Revenu brut des placements à l'étranger
(en millions de Livres)*

	1927	1928	1929	1930
Gouvernements et Municipalités	67	69	71	71
Emprunts et Obligations	38	38	38	34
Profits	179	176	163	105
Total	284	283	272	212

On constate donc, d'après ce tableau, combien les arrérages fixes, dus à la Grande Bretagne par des Gouvernements ou d'autres personnes morales sont restés stables au cours de ces quatre ans, ce qui indique l'absence de défaillances importantes. Toute la diminution du revenu des placements à l'étranger pendant cette période est due à la diminution des profits touchés par des Anglais, à raison de leur participation à des entreprises étrangères ou d'immobilisation² à l'étranger.

* * *

Nous avons ainsi, fini avec l'examen des deux principaux éléments de la balance des comptes britannique

1. V. Colin Clark, *The National Income*, 1924-31, London 1932, chap. VI et appendice III, qui base ses calculs principalement sur les chiffres donnés par l'*Economist* dans ses numéros du 12 décembre 1931 et du 7 mai 1932, ainsi que dans plusieurs autres numéros de cette revue, parus en 1930.

2. Telles que : Chemins de fer, plantation de thé, de caoutchouc, terrains pétrolifères, mines d'étain, de plomb, de cuivre, etc...

et il ne nous reste plus qu'à dire quelques mots au sujet des trois autres rubriques de revenus invisibles, qui figurent au tableau de la balance des comptes publié par le Board of Trade.

§ 3

A. *Revenu net des commissions et courtages.* Sous ce titre sont compris les revenus dus à l'activité de la « Cité » ; on serait tenté de croire que la revalorisation de 1925, dont une des principales raisons avait été le maintien et l'accroissement de l'activité du marché monétaire de Londres, ait une répercussion favorable sur les revenus de cette catégorie. Malheureusement il n'en a rien été.

En effet, la plus grande partie des ressources comprises sous cette rubrique sont dues à la Cité, à cause des services rendus par elle, soit à l'occasion de souscriptions d'emprunts émis sur le marché de Londres pour le compte de l'étranger, soit par l'acceptation ou l'escompte de traites tirées sur Londres, par l'étranger.

Mais, pour que cette place continue à accepter librement et à escompter des traites pour le compte de l'étranger, il lui aurait fallu une situation monétaire beaucoup plus forte et un excédent créditeur de la balance des comptes beaucoup plus grand que celui qui existait effectivement au cours des années 1925 à 1930.

Nous allons indiquer quelques mesures prises pendant cette période qui n'ont pu qu'entraver l'activité du marché de Londres.

Tout d'abord, nous avons eu déjà l'occasion de nous occuper de l'embargo sur les émissions pour compte de l'étranger sur la place de Londres en 1924-25, qui, quoique sans caractère officiel, fut assez scrupuleusement appliqué. D'ailleurs, et après la levée de l'embargo, le contrôle de la Banque d'Angleterre se faisait sentir sur toute émission pour compte de l'étranger, car la coutume existe dans la Cité, depuis quelques années, d'obtenir l'avis conforme de la Banque d'Angleterre avant de procéder à un lancement d'emprunt en faveur des personnes résidant hors le Royaume-Uni.

La base très étroite d'or dont la Banque d'Angleterre disposait, l'amenait à tâcher d'éviter l'accumulation sur Londres d'exigibilités trop importantes, qui auraient pu compromettre la stabilité de la livre. Elle s'est efforcée donc de maintenir, pendant toute cette période, un taux d'intérêt sur la place de Londres, plus élevé que celui existant sur les autres grands centres financiers (nous reviendrons sur cette politique afin de l'examiner plus en détail).

Il est difficile de nier le préjudice causé par cette politique au rôle de Londres comme centre financier international ; les progrès constants de New-York, comme marché d'acceptation et d'escompte, le montrent suffisamment. C'est ainsi que l'on a vu, durant l'automne et l'hiver 1927-28, pendant que le montant des acceptations escomptées à Londres baissait légèrement — car on n'avait pas intérêt à faire accepter des traites à Londres où les conditions d'escompte étaient plus onéreuses qu'à New-York — les acceptations négociées à New-York s'élever de plus en plus et cela dans une certaine mesure, avec l'assentiment de Londres, qui, craignant la faiblesse de la livre, toujours plus marquée en automne, laissa à New-York financer les exportations américaines de denrées alimentaires et de coton vers l'Angleterre¹. (bien entendu la Grande-Bretagne se réservait de payer plus tard ces importations).

A la lumière de ces observations nous donnons les chiffres du revenu britannique dû aux commissions et aux courtages. Comme dans les cas précédents, il s'agit du revenu net (déduction faite des courtages et commissions payés par des résidents en Grande-Bretagne à des résidents à l'étranger), calculé par le Board of Trade comme suit : pour 1924, 60 millions de £, ainsi que pour 1925 et 1926, légère augmentation en 1927 qui porte le chiffre à 63 millions de £ et persiste en 1928 et 1929, élevant le chiffre à 65 millions pour chacune de ces

1. V. le discours de M. Hugh Tennant, président de la Westminster Bank Ltd., dans la *Revue Economique Internationale* 1928 (2), p. 158.

années, baisse accentuée en 1930 due au ralentissement des échanges, consécutif à la crise.

Ainsi, l'augmentation de l'activité de la « Cité », qui avait été l'un des principaux arguments en faveur de la revalorisation de 1925, n'a pas eu lieu. Et cela principalement à cause de cette même revalorisation qui *a*, provoqua l'aggravation du déficit de la balance commerciale ce qui diminuait l'importance de la situation créditrice de Londres et *b*, ne reposant pas sur une encaisse métallique suffisante devait être constamment protégée par des interventions des autorités monétaires, interventions qui entravaient l'activité de la place de Londres.

B. Divers. — Comme le nom l'indique dans cette rubrique s'accumulent des revenus — toujours nets — d'origines diverses et de petite importance pour la Grande-Bretagne, telles les dépenses des touristes, les remises des émigrés, etc...

Ces revenus sont calculés constamment à raison de 15 millions par an.

C. Une dernière rubrique est consacrée aux recettes ou aux paiements nets effectués par le Gouvernement. Y sont compris principalement les paiements effectués en raison des dettes intergouvernementales et des réparations. Ils n'ont pas, d'ailleurs, une grande importance. L'Angleterre ayant payé en 1924, 25 millions de £, et en 1925, 11 millions de £ de plus qu'elle n'a reçu ; et reçu 4 millions de £ en 1926, de plus qu'elle n'a payé, 1 million en 1927, 15 millions en 1928, 24 en 1929 et 19 en 1930.

* * *

Il est utile avant de clore cette section de résumer ce que nous venons de dire à propos de la balance des comptes pendant les années 1924-30, en établissant un tableau récapitulatif des différents éléments de cette balance.

Balance des comptes britannique (1924-1931) en £.000.000

	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
A. Eléments créditeurs							
Exportations de marchand.	813	785	664	716	733	738	579
Revenu net de la mar. march	140	124	120	140	130	130	105
Revenu net des commissions et courtages	60	60	60	63	65	65	55
Revenu net des placements à l'étranger	220	250	250	250	250	250	220
Revenus divers (nets)	15	15	15	15	15	15	15
Excès (net) des recettes du Gouvernement			4	1	15	24	19
Total	1248	1234	1113	1185	1208	1222	993
B. Eléments débiteurs							
Importations de marchandises (non réexportées) ...	1.151	1.178	1.127	1.102	1.085	1.119	966
Excès (net) des paiements du Gouvernement	25	11	—	—	—	—	—
Total	1.176	1.189	1.127	1.102	1.085	1.119	966
Crédit + ou débit —	+72	+45	—14	+83	+123	+103	+27

Il est clair d'après ce tableau que, sauf pour l'année 1926, la balance des comptes britannique, malgré le déficit croissant de la balance commerciale s'est constamment soldée en excédent. Ainsi, si la balance des comptes était le seul facteur d'offres et de demandes d'une monnaie, la stabilité de la livre pourrait paraître bien établie. Malheureusement, les offres et les demandes d'une monnaie dues à la balance des comptes ne constituent qu'une partie des offres et des demandes qu'une monnaie peut enregistrer, partie, qu'à la suite de l'accroissement énorme des capitaux flottants, a perdu beaucoup de son importance.

Section C

Les mouvements des capitaux

Si la balance des comptes n'est jamais en équilibre et se solde toujours, soit par un excédent soit par un déficit, celle qu'on appelle la balance des règlements et qui comprend tous les éléments de la balance des

comptes, avec en plus, « tout ce¹, qui, au terme de l'année, constitue un placement final des capitaux soit par les étrangers dans le pays, soit par les nationaux à l'étranger » apparaît toujours en équilibre, et la raison est simple « puisque toute opération est nécessairement réglée, le déficit de certains des postes de la balance est compensée par l'excédent des autres. Et notamment les nouveaux placements des capitaux, effectués dans un sens ou dans un autre, aident à réaliser dans la balance des règlements l'équilibre qui manque à la balances des comptes ».

Ainsi en prenant l'exemple de la balance des comptes britannique, pendant les années que nous venons d'étudier, nous avons vu qu'elle se soldait (sauf en 1926) par des excédents substantiels. Ces excédents, témoins des exigibilités de la Grande-Bretagne sur l'étranger, cet Etat pouvait soit les placer à l'étranger en les prêtant, soit les réaliser en marchandises achetées à l'étranger, soit les employer à rémunérer des services qu'il aurait pu demander à l'étranger. Mais, étant donné que la Grande-Bretagne n'avait plus besoin ni de services ni de marchandises ordinaires, elle aurait pu acheter de l'or, qui à cause de sa fonction monétaire est toujours utile. Pourtant les entrées du métal jaune en Grande-Bretagne entre 1924-1930 sont loin d'être importantes et même, comme il devient évident d'après le tableau suivant, elles ont été moindres que les sorties de ce même métal :

	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
Or monnayé ou en lingots ..							
Entrées	36	41	39	32	48	62	87
Sorties	49	50	27	29	61	78	82
Excédents d'entrées ou de sorties	-13	- 9	+12	-3	-13	-16	+ 5

De sorte que la Grande-Bretagne devait nécessairement placer l'excédent² de sa balance des comptes à l'étranger.

1. V. Albert Aftalion, *op. cit.*, pp. 258-9.

2. « Excédent disponible pour des placements à l'étranger » selon la terminologie même du *Board of Trade*.

Bien entendu, un pays qui se trouve dans la position de la Grande-Bretagne et prête à l'étranger ses capitaux disponibles, peut dépasser ses disponibilités et placer plus de capitaux à l'étranger que ne lui permettrait l'excédent de sa balance des comptes; mais, dans ce cas aussi, l'équilibre de la balance des règlements s'établira, car il se trouvera, lui aussi, à son tour obligé d'emprunter à l'étranger pour combler le déficit créé ainsi dans sa balance.

A la lumière de ces réflexions nous allons étudier le mouvement des capitaux en ce qui concerne la Grande-Bretagne entre 1925-30.

A cette étude une difficulté se présente tenant à ce que les capitaux circulent sans laisser de traces au point qu'il devient très difficile de suivre leur mouvement. Il faut donc se contenter des quelques indications qu'il est possible d'avoir.

Une telle indication—de premier ordre—est constituée en ce qui concerne l'Angleterre par le montant des émissions pour compte de l'étranger (Empire Britannique et autres pays) sur le marché de Londres, calculé régulièrement par la Midland Bank Ltd. Ainsi, nous savons que le total des ces émissions s'est élevé en, millions de livres, aux chiffres suivants pour chacune des années 1925-30 :

1925	1926	1927	1928	1929	1930
88	112	139	143	94	109

Evidemment — comme nous venons de le dire — on ne doit pas voir dans ces chiffres que de simples indications sur le montant des placements britanniques à l'étranger pendant les années ci-dessus, car rien n'empêche des capitaux étrangers de souscrire à des emprunts émis à Londres, ni des capitaux anglais de prendre part à des émissions d'emprunts sur une place étrangère, New-York par exemple. Mais étant donné, que ces deux éventualités agissent dans des sens opposés, on peut prendre le chiffre des émissions lancées pour compte

de l'étranger sur la place de Londres comme une indication — à peu près exacte — des placements à long terme de capitaux anglais à l'étranger.

Comparons maintenant les excédents de la balance des comptes pendant la période étudiée avec les montant des placements britanniques à l'étranger.

	Soldes de la balance de comptes en 000.000 £	Nouvelles émissions pour compte de l'étranger sur la place de Londres en 000.000 £	Différen- ce en 000.000 £
1924	+ 72	134	—62
1925	+ 45	88	—43
1926	— 14	112	—126
1927	+ 83	139	—56
1928	+ 123	143	—20
1929	+ 103	94	+ 9
1930	+ 27	109	—82
Totaux :	+ 439	819	—380

Nous constatons d'après ces chiffres que la Grande-Bretagne a, non seulement placé à l'étranger les excédents de sa balance des comptes, mais qu'elle a placé, sauf une exception en 1929, plus que le dû de l'étranger à son égard. Elle doit donc, elle aussi à son tour, avoir emprunté à l'étranger et comme aucun emprunt anglais n'a été émis hors de l'Angleterre, on est amené à penser que ce sont des capitaux étrangers placés sur le marché de Londres qui ont fourni à la Grande-Bretagne les moyens nécessaires.

Outre les exigibilités qui naissaient sur le marché de Londres à la suite des placements anglais à long terme à l'étranger, (qui correspondent à sa fonction de marché financier international) il faut encore prendre en considération les exigibilités qui naissaient sur cette place de sa fonction de marché monétaire mondial : prêts à deux ou trois mois, principalement sous forme d'acceptations et d'escompte de traites tirées sur Londres, par tous les coins du monde¹.

Voici quelques ombres qui obscurcissent le tableau réconfortant de la balance des comptes britannique.

1. V. Mac Millan Report, § 9 et H. Pouyanne in *Rev d'Econ. Pol.*, 1930, pp. 72-86.

Si, en effet, comme nous l'avons plusieurs fois répété, la balance des règlements est toujours en équilibre, les mouvements de capitaux intervenant pour combler l'excédent passif ou actif de la balance des comptes, cet équilibre ne garantit point la stabilité monétaire d'un pays et voici pourquoi :

Prenons l'exemple d'un pays à monnaie inconvertible, ce qui mettra plus en lumière notre démonstration. Supposons qu'à la suite de différentes raisons, sa monnaie soit plus offerte qu'elle n'est demandée ; est-ce que des mouvements de capitaux en sens contraire viendront-ils augmenter les demandes de sa monnaie et rétablir ainsi l'équilibre entre ses offres et ses demandes ? Certainement oui, mais cela n'arrivera qu'au moment où la loi de l'offre et de la demande ayant fonctionné, la monnaie de ce pays s'est dépréciée jusqu'au point où une augmentation de la demande de sa devise est devenue intéressante, tandis qu'une raréfaction de l'offre s'est manifestée, car il y a eu plusieurs qui ne désireraient pas offrir cette monnaie à un cours qui ne leur donnait pas satisfaction.

En ce qui concerne la Grande-Bretagne, malgré les excédents constants de la balance des comptes, nous avons soupçonné plus haut qu'à la suite des opérations du marché de Londres ces excédents devenaient insuffisants et que par conséquent la Cité devait, pour ses opérations financières, se servir aussi des capitaux étrangers placés à Londres. Imaginons maintenant qu'à un moment donné ces capitaux étrangers placés à Londres se mettent à sortir et que la Cité ne puisse pas rappeler les siens placés à l'étranger. Quelle sera la situation de la livre monnaie-or ? Les offres de la monnaie anglaise dépassant ses demandes la livre ne pourra pas baisser de valeur aussi facilement qu'une monnaie inconvertible car elle est rattachée à l'or et ne peut varier que dans les limites des *gold-points*. Mais, si les offres des livres continuent, le *gold-point* de sortie sera vite atteint et l'or commencera à sortir. Par ailleurs si les offres des livres

persistent et excèdent les demandes, de 200 millions de livres par exemple, l'encaisse-or de la Banque d'Emission étant inférieure à ce montant, le pays sera amené à abandonner l'étalon-or — sauf intervention artificielle de soutien — et l'équilibre se rétablira entre les offres et les demandes des livres, comme dans le cas expliqué ci-dessus, à la suite d'une baisse de la livre.

Evidemment, ce processus d'abandon de l'étalon-or ne saurait être présenté que dans le cas d'un pays sur lequel pèsent de très fortes exigences de l'étranger et dont le système monétaire est basé sur une quantité d'or relativement insuffisante. Et, en fait, nous n'avons pas pu trouver l'exemple d'un tel processus d'abandon de l'étalon-or dans l'histoire monétaire mondiale, jusqu'en septembre 1931.

Les mesures de soutien, auxquelles nous venons de faire allusion, ne sauraient être que des emprunts contractés à l'étranger par le pays dont la monnaie est offerte, et lui donnant la possibilité de faire face aux offres de sa propre monnaie par des offres contraires en monnaies étrangères. Car la mesure classique de soutien du change, la hausse du taux de l'escompte, pourrait ne pas être efficace pour attirer des capitaux sur la place qui subit des retraits, ni même pour empêcher ces retraits. Quand en effet le mouvement de sortie est provoqué par une méfiance envers la stabilité de la monnaie offerte, les capitalistes craignent, en laissant leurs capitaux investis en telle monnaie, de risquer de perdre 10, 20 ou 30 % ; il serait donc, vain d'essayer de les persuader de ne pas les retirer, en leur proposant une rémunération plus grande de 1, 2, 3 ou même 4 % seulement.

* * *

Cette digression théorique était nécessaire pour mettre en évidence les dangers que court la stabilité monétaire d'un pays par les mouvements des capitaux, surtout si ce pays, comme c'était le cas pour la Grande-

Bretagne, ne possède pas une forte encaisse métallique.

Nous avons donné les chiffres des émissions sur le marché de Londres qui, sous quelques réserves, peuvent servir d'indice assez exact, des placements anglais à l'étranger. Malheureusement, en ce qui concerne les mouvements des capitaux à court terme qui montreraient l'endettement à courte échéance de l'Angleterre vis-à-vis de l'étranger, et de l'étranger vis-à-vis de l'Angleterre, nous ne possédons pas de baromètre aussi exact; et sans la publication du rapport MacMillan (juin 1932) nous serions complètement dépourvus de chiffres. Les rédacteurs de ce rapport, malgré leur optimisme, ont attaché une grande importance au danger qu'un brusque mouvement de capitaux à court terme aurait pu provoquer pour la stabilité de la livre, et ils ont réussi, avec l'aide de la Banque d'Angleterre, à dresser le tableau ci-dessous.

Fin d'année	Dépôts et traites en £ détenus à Londres p ^r compte de l'étranger	Traités libellés en £ acceptées pour compte de l'étranger	Exigibilités nets du marché de Londres
1927	£ 419.000.000	£ 140.000.000	£ 279.000.000
1928	503.000.000	201.000.000	302.000.000
1929	451.000.000	176.000.000	275.000.000
1930	435.000.000	161.000.000	274.000.000

(V. MacMillan report § 260. V. aussi pour plus de détails l'Appendice I de ce même rapport).

Ce tableau ne saurait être complet. Ses deux principales omissions ont trait : 1^o au portefeuille des traites en livres, gardées par des banques étrangères et 2^o aux exibilités anglaises, à court terme, sur des marchés étrangers. Le premier de ces deux éléments omis constitue une augmentation de l'endettement de Londres, tandis que le second représente un élément favorable pour ce marché. En fait, l'expérience ultérieure a montré que la puissance du premier des éléments omis, était beaucoup plus grande que celle du second et que, par conséquent, l'endettement net du marché de Londres était plus considérable, que l'on aurait pu le croire, d'après les chiffres du rapport MacMillan. Mais nous aurons à revenir plus tard sur cette question.

Le fait certain qui ressort de ces développements, est

que, malgré le solde actif de la balance des comptes britannique pendant la période que nous venons d'étudier, la stabilité du change anglais — qui dépend non seulement des offres et des demandes dues à la balance des comptes, mais aussi d'offres et de demandes résultant de purs mouvements de capitaux — ne semble pas avoir été assurée et ce, pour trois raisons :

1^o l'accumulation des exigibilités étrangères sur Londres ;

2^o la politique britannique des placements à l'étranger ;

3^o la modicité de l'encaisse métallique de la Banque d'Angleterre.

Nous allons donc étudier dans trois paragraphes successifs ces trois questions et nous mettrons en évidence l'« équilibre instable » de la livre pendant la période 1925-30 qui s'est traduite par la faiblesse persistante de ses cours sur le marché des changes.

§ 1. *Accumulation des exigibilités à court terme sur le marché de Londres*

Londres, qui pendant les cinquante ans qui ont précédé la Grande-Guerre avait été de façon incontestée le centre financier du monde, détenait toujours une importante quantité de dépôts étrangers que les banques des autres pays y laissaient, pour la commodité de leurs opérations. Ces dépôts, soit à vue, soit à court délai de préavis, constituaient des exigibilités constantes sur cette place. Mais leur importance était minime¹ vis-à-vis des exigibilités que Londres se créait quotidiennement sur tous les autres marchés.

En effet, une grande partie du commerce international était financée par « les promesses à payer » des banquiers de Londres qui acceptaient, contre une commission, des traites représentant des expéditions de marchandises entre toutes les parties du monde. Ces banquiers s'attendaient à recevoir de la part des clients

1. V. T.-E. Gregory, *The gold Standard and its future* Londres, 1931, p. 50

étrangers, pour le compte desquels ils avaient accepté, des remises en sterling, afin de couvrir le paiement de leurs traites au moment de leur échéance. « Ainsi ¹ un courant constant de monnaies de l'étranger vers Londres se formait, pour le paiement de traites, ce procédé ² étant placé à la disposition de ceux qui avaient expédié des marchandises et désiraient être payés en livres ».

De plus, Londres prêtait non seulement son nom mais aussi ses capitaux — capitaux fournis, il est vrai, en partie par des remises des étrangers pour le paiement de leurs traites tirées sur Londres — en escomptant les traites préalablement acceptées par une firme de la Cité. Au moment de la déclaration de la guerre, la position créditrice de Londres était tellement forte, que des firmes américaines payèrent effectivement sept dollars la livre, afin d'obtenir les sommes dont elles avaient besoin.

Mais, l'accroissement des dépôts étrangers sur la place de Londres, depuis la fin de la guerre, changea tout à fait la situation. Le rapport MacMillan, qui fournit des indications sur les exigibilités sur Londres après 1927, est tout à fait muet en ce qui concerne leur montant avant cette époque ; il se contente seulement (§ 261) d'émettre l'opinion qu'elles avaient dû s'accroître substantiellement entre 1925-27 période pendant laquelle commencèrent à se former les balances françaises à l'étranger. Sans nier l'exactitude de cette assertion et la formidable augmentation de capitaux flottants que causa la prolongation de la stabilisation de fait du franc, nous croyons que, même avant cette période, l'endettement à court terme de Londres devait être excessif.

Il est probable que, dès 1920 ³ avec le peu de confiance qu'offraient toutes les monnaies européennes, en contraste avec la livre, qui, encore qu'inconvertible, jouis-

1. V. T.-E. Gregory, *The Gold Standard and its future*, Londres, 1931, p. 50.

2. Acceptations de Londres.

3. V. aussi ce que nous écrivons plus loin sur les résultats de la politique préconisée par la Conférence de Gênes.

sait du prestige du redressement financier de la Grande-Bretagne, les placements à court terme, à Londres, des capitaux étrangers, commencèrent à excéder largement leur niveau d'avant-guerre et cette accumulation s'accroît peu à peu, malgré quelques interruptions, avec la politique de revalorisation de la livre.

Mais c'était surtout à la veille de cette revalorisation, pendant le deuxième semestre de 1924, et les premiers mois de 1925, que l'afflux des capitaux étrangers à court terme sur le marché de Londres prit une allure excessive. Une preuve sérieuse de ce mouvement est constituée par l'appréciation presque constante de la livre, sur le marché des changes, et cela pendant le second semestre de 1924, bien que, comme on le sait, le deuxième semestre de l'année est normalement une période de faiblesse pour la livre. Ainsi le cours de la livre vis-à-vis du dollar s'est relevé de \$ 4,32 en juin 1924 à \$ 4,46 en septembre et \$ 4,69 en décembre. A quoi peut être due cette hausse de la livre ? Assurément à un accroissement de demandes de la devise britannique, mais nous avons vu, en étudiant la balance britannique en 1924, que si la balance des comptes se soldait par un excédent de 72 millions de livres, cet excédent avait été placé à long terme à l'étranger. Et même il est probable que les placements anglais à l'étranger dépassèrent le solde actif de la balance des comptes, puisque les émissions à Londres pour compte de l'étranger se sont chiffrées à livres 134 millions pour l'année 1924, somme qui dépassait de 62 millions de livres l'excédent de la balance des comptes. Ainsi, d'après ces indications, les offres des livres devaient dépasser leurs demandes, surtout pendant le deuxième semestre, et aboutir à une dépréciation de la livre.

Si cela n'est pas arrivé, c'est qu'un mouvement de capitaux vers Londres est venu augmenter les demandes de livres de manière telle que le cours de la devise britannique, loin de baisser, s'est sensiblement relevé. D'ailleurs le Board of Trade indiqua qu'il y a eu transfert de capitaux en 1924 (et probablement pour la plus

grande partie durant le second semestre¹⁾ de New-York sur Londres d'un ordre de grandeur de 100 millions de livres. Voilà donc un transfert de capitaux, d'une grandeur sans précédent et auquel était due, en premier lieu, l'augmentation des demandes de la devise britannique et sa réappréciation.

Les causes qui ont déterminé ce mouvement des fonds peuvent être multiples. Mais l'une des premières — à n'en pas douter — était celle d'achats spéculatifs de livres en attendant sa réappréciation vis-à-vis du dollar. Et M. Keynes remarquait qu'ainsi « un élément précaire s'est introduit dans la situation; nous ne pouvons pas nous attendre à ce que ce mouvement des capitaux continue avec la même cadence, il se peut qu'il soit renversé. Nous (Anglais) avons donc besoin d'un intervalle pour réajuster nos exigences soit par une augmentation de nos exportations par rapport à nos importations, soit en établissant pour les emprunts à long terme, un taux d'intérêt suffisamment élevé pour empêcher le présent afflux des nouveaux investissements à l'étranger, excessif, à mon avis. En ce moment nous courons le risque de prêter à long terme (par exemple à l'Australie) ce que nous venons d'emprunter à court terme à New-York. La force de notre position d'avant-guerre se trouvait dans le fait que — par l'intermédiaire de notre marché d'acceptation — nous avions prêté de larges sommes à court terme, que nous pouvions rappeler. A présent cette position est partiellement — mais peut-être seulement temporairement — renversée² ».

Malheureusement pour la stabilité monétaire britannique « cette position créditrice à court terme de Londres » n'était pas seulement temporairement renversée; et par la suite, il y a toute probabilité à le croire, ce renversement s'est encore accentué. En effet,

1. Voir J.-M. Keynes, *op. cit.*, p. 229.

2. Les lignes reproduites dans le texte ont paru dans un article publié par M. Keynes dans la revue *The Nation and Athenaeum* du 21 février 1925. Mais pour plus de commodité nous renvoyons au volume dans lequel l'illustre économiste a groupé ses « Essays on persuasion », parmi lesquels figure cet article.

en dehors des balances françaises qui se sont constituées à l'étranger et spécialement à Londres — dont nous avons déjà parlé — l'application par un nombre de pays de plus en plus croissant du Gold Exchange Standard, doit avoir donné lieu à la création de nouvelles et importantes exigibilités sur le marché de Londres, car la livre a été, avec le dollar, l'une des monnaies les plus utilisées pour la constitution de la couverture de la monnaie des Etats appliquant le Gold Exchange Standard¹.

Ainsi, entre 1920-27, une formidable augmentation des exigibilités étrangères sur le marché de Londres, a eu lieu, leur total dépassant et de beaucoup² les chiffres publiés dans le rapport Mac Millan, reproduits plus haut. Mais, après 1927, avec la méfiance qui commence à apparaître vis à vis du Gold Exchange Standard et la stabilisation légale du franc, un léger mouvement vers la diminution de ces exigibilités se dégage qui apparaît, d'ailleurs, clairement à travers les chiffres du rapport Mac Millan.

Vis-à-vis de cette nouvelle situation, qui faisait dépendre la stabilité de la livre des caprices des capitaux étrangers, quelle fut la politique britannique ? Il convient de distinguer deux périodes, en prenant comme point de séparation la revalorisation de 1925.

C'est en 1922, à la Conférence Economique de Gênes, qu'une politique britannique s'affirma, pour la première fois, sur cette question. C'est alors que la Grande Bretagne insista pour l'adoption du Gold Exchange Standard par la plupart des pays décidés à stabiliser leur monnaie, de sorte que l'or monétaire puisse se concentrer dans les Instituts d'Emission d'un nombre de pays strictement limités, dont les monnaies serviraient de couverture à la circulation monétaire des autres pays. La Grande Bretagne qui serait l'un de ces deux ou trois

1. Fin 1928 les devises détenues par toutes les Banques Centrales s'élevaient au total de 2.476 millions de dollars, total dans lequel la partie de la Banque de France entrait pour 51 %.

2. Voir Gregory, *The Gold Standard*, etc..., p. 53.

pays « centres monétaires » bénéficierait d'une augmentation de son stock métallique et recevrait des dépôts importants de la part des pays qui auraient choisi comme couverture de leur monnaie des avoirs en livres. Ainsi, d'importantes exigibilités pourraient se concentrer sur le marché de Londres, mais, malgré leur caractère d'exigibilités, elles ne seraient pas susceptibles de quitter Londres, les pays à étalon-sterling étant obligés de garder d'importants dépôts sur cette place et les déficits de leur balance des comptes pouvant être réglés sur cette même place par des simples jeux d'écriture¹.

Puis, quand vint la période de spéculation à la hausse de la livre et l'afflux des capitaux à Londres, ce mouvement ne parut pas inquiéter sérieusement les Britanniques, il contribuait en effet à la hausse de la livre et c'était là l'essentiel.

Mais, dès que la revalorisation légale de la livre était devenue imminente, les autorités britanniques commencèrent à s'inquiéter des effets que pourrait provoquer un brusque retrait des exigibilités accumulées à Londres et que l'on devinait importantes ; tout l'effort fait pendant cinq ans de redressement financier et monétaire pouvait être perdu en quelques jours au cas où pour une raison ou pour une autre, les exigibilités accumulées à Londres commenceraient à quitter cette place. Aussi longtemps que cette éventualité pesait sur Londres on ne pouvait pas dire que le problème monétaire était résolu en Grande Bretagne.

Au moment de la revalorisation de la livre les autorités britanniques préférèrent ajourner la solution de ce problème redoutable, et c'est pourquoi elles obtin-

1. Nous ne pouvons pas insister plus longuement sur le système du Gold Exchange Standard. V. en tout cas Rapport de la Commission Financière de la Conférence de Gênes (résolutions 9 et 11). Roger Picard. « Les questions financières à la Conférence de Gênes », in *Rev. d'Economie Politique* (1922, pp. 480-91). Ed. Lebé. « Le Gold Exchange Standard », in *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, conférence faite à l'École libre des Sc. Politiques en 1932. Et surtout Félix Mlynarsky « Gold and Central Banks », New-York, 1930 et ces articles dans la *Rev. d'Economie Politique*, *La réforme de l'étalon change-or*, 1930, pp. 54-71), et *La crise de l'étalon change-or*, 1932, pp. 264-289.

rent les deux crédits américains dont nous avons parlé. Par l'obtention de ces crédits Londres se créait, pour une durée de deux ans, d'importantes exigibilités sur l'étranger, qu'il pourrait utiliser pour soutenir la livre au cas où les avoirs étrangers sur Londres seraient retirés. Mais ces deux années passées que serait-il arrivé ?

Si l'étranger commençait à retirer ses avoirs à Londres pendant ces deux années, le problème serait alors provisoirement résolu car la place de Londres ferait face à ces retraits en utilisant les crédits qu'elle avait obtenus à l'étranger et qu'elle pourrait plus tard demander à consolider. Mais il ne paraît pas qu'un mouvement de sortie des capitaux se soit manifesté vis-à-vis de Londres, pendant cette période et les crédits américains n'ont été ni utilisés ni renouvelés à leur échéance.

Le problème se posait donc en 1927 comme en 1925 et deux solutions étaient possibles : 1° ou Londres devait se créer des exigibilités à l'étranger en contractant un emprunt à l'extérieur ou en bénéficiant des excédents de la balance des comptes britannique, renonçant à les placer à long terme à l'étranger, ou 2° se contenter de la politique suivie jusqu'alors qui consistait à attirer les capitaux flottants à Londres par le maintien d'un taux d'intérêt plus élevé à Londres que dans les autres centres financiers, rendant ainsi plus rémunérateur le placement à Londres qu'ailleurs ; ce procédé, sans danger en temps normal, devient extrêmement périlleux quand la confiance est ébranlée.

C'est cette seconde politique que Londres a suivie vis à vis de ce problème angoissant et toutes les fois qu'un mouvement de sortie des capitaux se manifestait à Londres les autorités intervenaient pour empêcher ces sorties soit par augmentation effective du taux d'escompte, soit par intervention amicale auprès des autorités monétaires des pays vers lesquels les capitaux se dirigeaient et à la suite de laquelle ce mouvement des capitaux était découragé. Ainsi la politique anglaise, en ce qui concerne le problème de l'endettement à court

terme de Londres, consistait à ajourner le danger mais elle ne s'était jamais sérieusement préoccupée de l'écarter. Si, d'après les chiffres du rapport MacMillan, il résulte une légère diminution entre 1927-30, des exigences sur Londres, il ressort néanmoins clairement qu'à la fin de 1930 cette place restait très lourdement débitrice.

En outre, aucun indice ne permet de croire à une augmentation des exigences de Londres sur l'étranger pendant cette période. Pour des raisons de prestige, Londres, n'a pas voulu emprunter franchement à l'étranger afin de se créer des exigences et, pour des raisons que nous étudierons dans le paragraphe suivant, n'a pas voulu renoncer pendant une période assez longue à sa politique des placements à l'étranger.

§ 2. *La politique britannique de placements à l'étranger*

On a souvent reproché à la Grande-Bretagne d'après-guerre, de vouloir jouer le rôle de banquier international, mais de banquier qui ne suit pas les principes de son métier, en empruntant à court terme et se servant de ces capitaux pour des placements à longue échéance.

Nous avons en effet, constaté précédemment, que quoique le total des excédents de la balance des comptes, disponible pour des placements à l'étranger entre 1924-30 ne se soit élevé qu'à 439 millions de livres, d'après les chiffres du Board of Trade, le total des emprunts émis sur le marché de Londres pour compte de l'étranger, pendant cette même période, s'était élevé à 819 millions de livres, dépassant ainsi les excédents de la balance des comptes d'environ 380 millions de livres.

Il est vrai que les rapporteurs du Comité MacMillan (§ 263) émettent l'opinion — sans la justifier d'ailleurs suffisamment — que les excédents de la balance des comptes pourraient être plus grands qu'ils n'apparaissent d'après les calculs du Board of Trade. Mais ces calculs ne sont pas connus pour leur pessimisme. Il est donc à peu près exact ¹

1. V. pourtant dans *Documents sélectionnés sur la distribution de l'or* (S.D.N 1931), T.-E. Gregory, *Causes d'entrée et de sortie d'or en Grande-Bretagne* entre 1925-29, p. 24 où il fait des objections contre un tel calcul.

de soutenir qu'entre 1924-30, la Grande Bretagne a placé à l'étranger 380 millions de livres environ en plus de ce qu'elle aurait pu placer en n'utilisant que les excédents de sa balance des comptes. Comme, d'autre part, on ne peut soutenir que l'énorme somme des capitaux placés à Londres à court terme soit restée sans emploi de la part des banquiers de la Cité, on peut affirmer, sans risque de s'écarter trop de la vérité, que le blâme adressé à la politique des placements britanniques, mentionné au début de ce paragraphe, est *grosso modo* juste, c'est-à-dire, qu'une grande partie des capitaux étrangers placés à Londres à court terme a été employée à des placements à longue échéance.

Cependant, la Grande Bretagne trouvait tout intérêt à cette politique, car en empruntant les capitaux de l'étranger à court terme — et vu le crédit au-dessus de tout soupçon de la place de Londres — elle payait un taux d'intérêt relativement modeste, tandis qu'en remplaçant ces mêmes capitaux à l'étranger à long terme et généralement dans des pays ne jouissant pas du prestige de la Grande Bretagne, elle recevait un taux d'intérêt beaucoup plus élevé, bénéficiant ainsi de l'écart substantiel existant entre ces deux taux.

Mais ne s'apercevait-elle pas du danger en jouant d'une telle manière le rôle de banquier international ? M. le Professeur Aftalion¹, répond à cette question avec une clarté remarquable : il dit en effet, qu'un pays jouant le rôle de banquier du monde « ne garde pas toujours la même réserve parce qu'il lui est difficile de se rendre compte qu'il le devrait. Les capitalistes anglais en effet, qui souscrivent aux émissions étrangères ne jugent pas qu'ils aient des précautions particulières à prendre, puisqu'ils prêtent des capitaux leur appartenant, au besoin en échangeant leurs livres contre des devises que les banques leur cèdent. Les banques anglaises de leur côté, qui ont reçu des dépôts de l'étranger, leur doivent des livres et se couvrent en conservant des liquidités

1. V. *l'Or et sa distribution mondiale*, Paris, 1932, pp. 106-7.

en livres. Le remboursement des dépôts en livres est assuré. Et cela semble suffire ; mais il ne l'est pas en monnaie étrangère parce qu'on s'est désaïssi de ces monnaies pour les placements extérieurs. Et ce sont des monnaies étrangères que veulent les déposants le jour où ils rapatrient leurs capitaux ; ou à défaut, de l'or. D'où, ce jour-là, ventes de livres et exode de l'or anglais ».

D'ailleurs le rôle de banquier international ne va pas sans danger même dans l'hypothèse où, — comme c'est le cas en Angleterre pour, tout au moins, une partie des fonds étrangers placés à Londres, — les capitaux placés à court terme dans un pays sont employés à des placements à court terme à l'étranger ; M. le Professeur Af-talion *loc. cit.*, montre le danger existant même dans ce cas « car les banques anglaises devant des livres à leurs déposants, estiment encore se couvrir suffisamment en conservant des liquidités en livres. Or, au cas de retraits étrangers ce sont des monnaies étrangères qui leur sont demandées. Pour répondre à ces retraits, il se peut cependant que les banques anglaises fassent uniquement appel à leurs liquidités en livres au lieu de rapatrier leurs fonds placés au dehors, et de mettre ainsi des devises à la disposition du marché anglais, car elles peuvent avoir intérêt à laisser au dehors leurs capitaux qui y sont placés à des conditions avantageuses. Ou, aussi, elles peuvent craindre, en les rappelant précipitamment en Angleterre, de mettre leurs débiteurs dans un embarras qui leur nuirait à elles-mêmes. D'où, encore, nécessité de ventes de livres pour satisfaire aux retraits étrangers et sorties d'or anglais ».

On aurait pu se demander pourquoi les Anglais s'obstinaient à placer à l'étranger leurs capitaux, est-ce qu'il n'y avait plus de place pour des nouveaux placements, en Angleterre elle-même ? Ce serait une erreur de le croire, surtout après ce que nous venons de dire du caractère, quelque peu suranné, que présentait, dans plusieurs industries, l'outillage britannique¹. De fait les place-

1. V. ci-dessus, chap. III, section A

ments britanniques à l'intérieur du pays avaient sensiblement augmenté¹ depuis 1913. Mais il reste néanmoins certain qu'une prédilection² pour les placements à l'étranger existait dans les milieux capitalistes britanniques et cela pour deux raisons :

a. dans les années d'après-guerre les grandes industries anglaises étaient peu prospères, par conséquent le placement des capitaux en de telles industries était peu rémunérateur,

b. la place de Londres, admirablement bien organisée pour favoriser les investissements de capitaux à l'étranger, manque presque complètement d'organisation pour guider le capitaliste qui veut investir ses capitaux à l'intérieur du pays, de sorte que ce dernier risque beaucoup plus de faire un mauvais placement en souscrivant à des valeurs anglaises qu'à des valeurs étrangères.

Le rapport MacMillan qui insiste longuement³ sur cette situation donne un exemple frappant (§ 386) des erreurs commises par les capitalistes anglais quand ils souscrivent à des valeurs, sans être guidés : en 1928 le total du capital souscrit soit en actions soit en obligations pour le compte de 284 sociétés anglaises se monta à 117 millions de livres. Le 31 mai 1931, la valeur totale commerciale de ces émissions n'était que de 66 millions de livres faisant apparaître une perte de 50 millions de livres, soit environ 47 %. Et, de fait, continue le rapport MacMillan, le public aurait dû perdre plus encore, car plusieurs de ces valeurs avaient été vendues par les promoteurs des entreprises, avec une forte prime. Mais ce qui est peut-être plus frappant encore, c'est que 70 parmi les 284 compagnies ci-dessus, avaient été déjà liquidées et que le capital de 36 autres n'avait plus de valeur appréciable. La part de ces 106 compagnies aux émissions de 117 millions de livres s'élevait à environ 20 millions de livres.

Quel contraste avec les placements britanniques en

1. V. A. Siegfried, *op. cit.*, p. 89.

2. V. J.-M. Keynes, *A Treatise on Money*, Londres, 1930, t. II, pp. 185 et s.

3. Il consacra le chap. IV entier.

valeurs étrangères, guidés par des maisons ayant une vieille expérience et une réputation mondiale¹ ! Comment s'étonner alors que, malgré tout, les capitaux anglais préfèrent les placements à l'étranger.

3. *La politique de la Banque d'Angleterre et son encaisse-or*

Nous avons longuement développé l'évolution de l'équilibre économique britannique pendant la période qui sépare la revalorisation de la livre en 1925 de la crise de confiance mondiale qui s'est déclanchée au printemps 1931. Ce qui correspond à peu près à la deuxième partie des critiques que nous avons adressées aux événements monétaires de 1925.

Voyons maintenant quelle fut pendant cette même période la politique monétaire britannique, quelles ont été les mesures prises par les autorités britanniques pour parer aux difficultés qui sont nées au cours des six années que nous étudions, quel a été l'esprit dans lequel cette politique a été menée et quels ont été les obstacles contre lesquels elle s'est heurtée.

La difficulté principale venait de la conciliation à faire entre deux tendances opposées. Celle de déflation, prise dans le sens le plus large, qui nécessitait la stabilité de la livre et celle de l'inflation — ou tout au moins de la non-déflation — qu'impliquaient les nécessités économiques du pays dont l'industrie était incapable de supporter une baisse des prix.

L'effort suprême de la politique monétaire britannique a été de tenir le juste milieu entre ces deux tendances

Voyons de plus près cette politique.

Il n'y a pas de doute que lorsque la Grande Bretagne, au début de 1920, mettait en application la politique qui devait aboutir à la revalorisation de la livre, elle nes'est

1. V. Rapport Mac Millan, § 387 et Conf. à l'article de M. Marin. « Le problème de la livre sterling », in *Revue des Sc. Pol.*, (t. 1932), p. 577.

point préoccupée des inconvénients qui, pourraient en résulter pour son équilibre économique. Mais bientôt, avec la brusque baisse des prix qui a suivi le « boom » de 1921, et l'aggravation du chômage qui en est résultée, les premières ombres apparaissent. La Grande-Bretagne, quoique souhaitant toujours la revalorisation de sa monnaie, ne désire pas que cette revalorisation soit accompagnée d'une nouvelle baisse des prix anglais, mais bien plutôt d'une hausse des prix américains qui diminuerait le pouvoir d'achat du dollar et le ramènerait au niveau de celui de la livre.

Ainsi, dès la fin de 1922, toute mesure déflationniste s'arrête en Grande Bretagne, la circulation des billets et le montant des dépôts en banque restent dès lors presque stationnaires et M. Baldwin peut affirmer¹ le 20 octobre 1923, que « pas plus à l'heure actuelle que depuis plusieurs mois, nous ne poursuivons une politique de déflation et nous ne nous orienterons certainement pas vers l'inflation ». C'est l'époque à laquelle commence à se répandre en Angleterre l'opinion que la stabilité des prix vaut mieux que la stabilité des changes. M. Hawtrey² écrivait : « continuer une déflation est hors de question ; tout ce que nous pouvons faire c'est de stabiliser notre monnaie à son pouvoir d'achat actuel jusqu'à ce que la surabondance de l'or ait fait abaisser la valeur-marchandise du dollar à un niveau correspondant ».

Mais, malgré la quantité stable des instruments monétaires, pouvait-on arriver à cette stabilité des prix tant désirée ? Nous ne le croyons pas car si le cours des changes est instable, le niveau des prix a tendance à l'être aussi. D'ailleurs si les fluctuations du change sont trop amples, la quantité même des instruments monétaires tendra à se modifier.

1. V. Jean-Pierre Lazard, *Politique et Théories monétaires anglaises d'après-guerre*, Paris, 1926, p. 20.

2. R.-G. Hawtrey, *Monetary Reconstruction*, Londres, 1923. C'est également à cette époque qu'a paru le fameux *Tract on monetary reform* de M. J.-M. Keynes.

Sans vouloir insister sur la critique de ce qu'on appelle « système de monnaie dirigée » ni sur la politique monétaire britannique d'avant 1925 — questions qui se trouvent quelque peu en dehors de notre sujet — nous nous bornons à constater que, malgré les fluctuations des cours du change et des prix anglais entre 1922-25, ceux-ci au moment de la stabilisation de la livre se trouvaient presque au même niveau qu'à la fin de 1922, tandis que les prix américains étaient plus élevés qu'en 1922, de sorte que le pouvoir d'achat du dollar avait diminué au lieu que ce soit celui de la livre qui ait augmenté.

Cette évolution permettait à la Grande Bretagne de revaloriser la livre sans trop de sacrifices et de combiner les deux tendances opposées, indiquées au début de ce paragraphe.

Mais pour que la revalorisation de la livre ne devienne pas insupportable à l'économie britannique, il aurait fallu — nous l'avons expliqué — que les prix mondiaux s'adaptassent au niveau des prix anglo-américains en 1925 ou même qu'ils eussent, depuis, accusé un mouvement ascendant.

Malheureusement, comme nous le savons, ceci n'a pas été le cas et la tendance des prix mondiaux depuis cette époque, a été orientée vers la baisse ; baisse qui, masquée par des mesures artificielles jusqu'en 1929, s'est depuis manifestée avec une précipitation extraordinaire.

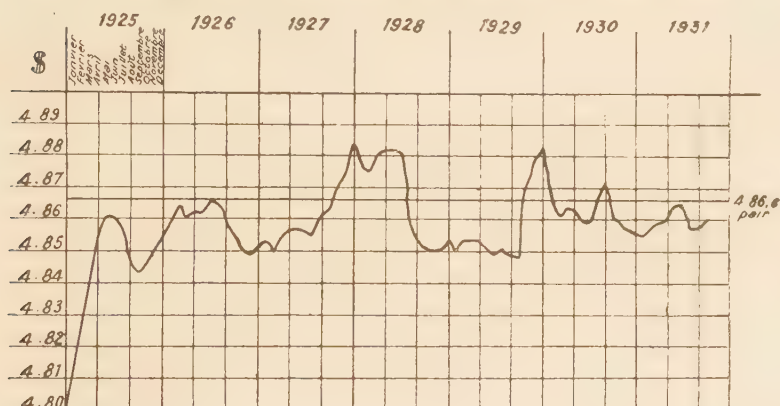
Il devient donc particulièrement intéressant d'étudier la politique monétaire britannique depuis 1925 pour voir quelles ont été les réactions des autorités monétaires en face de la tournure défavorable des événements.



Nous venons de voir que les excédents de la balance des comptes britannique, à cause du déficit croissant de la balance commerciale, allaient en diminuant et que par contre, (la Grande Bretagne voulant garder la place importante qu'elle occupait comme prêteur de capi-

taux à long terme) les placements de capitaux à l'étranger continuaient à être très importants et dépassaient toujours (sauf en 1929) l'excédent disponible de la balance des comptes. Le résultat en a été que le cours de la livre sur le marché des changes resta presque constamment déprécié au cours de toute cette période. Cette faiblesse de la livre aurait été d'ailleurs beaucoup plus accentuée à la suite des placements de Londres à court terme à l'étranger, si des placements étrangers de même nature à Londres n'apportaient pas une compensation.

Cours de la livre en dollars (moyennes mensuelles) (1)
depuis 1925 jusqu'à la suspension de l'étalon-or, 19 Sept. 1931



Pour parer à la situation et raffermir le cours de la livre, la Banque d'Angleterre devait appliquer une politique d'argent cher et de restriction de crédit. Mais comment pouvait-elle appliquer une telle politique ?

En France, la Banque Centrale exerce une influence directe sur le marché et une hausse de son taux d'escompte est toujours suivie d'un renchérissement du taux d'escompte sur le marché de Paris, car toutes les banques qui escomptent des traites tiennent compte de l'éventualité de recourir pour le réescompte de leur portefeuille à la Banque de France, qui en fait, possède toujours

1. Les moyennes sont celles publiées dans le "Statistical Summary" de Banque d'Angleterre.

un gros portefeuille de réescompte. Si, donc, les banques n'augmentent pas leur taux d'escompte elles courent le risque d'enregistrer des pertes sérieuses au cas où elles sont amenées à recourir pour le réescompte à la Banque de France.

Rien de pareil en Angleterre¹; le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre est toujours supérieur au taux d'escompte sur le marché de Londres, ce qui fait que les maisons d'escompte ne recourent à la Banque pour le réescompte de leur portefeuille que dans le cas où elles éprouvent des besoins supplémentaires; de la sorte, le portefeuille d'escompte de la Banque d'Angleterre est beaucoup moins important que celui de la Banque de France.

En effet, surtout depuis la guerre, ce ne sont pas des banques de dépôts, mais presque exclusivement des maisons d'escompte². (Discount Houses) qui s'occupent des opérations d'escompte, avec des fonds généralement prêtés à elles au jour le jour, à très bas prix, par les banques de dépôts.

S'il y a afflux de capitaux sur le marché de Londres, les banques de dépôts ne retireront pas les capitaux prêtés aux maisons d'escompte, et par conséquent l'élévation du taux d'escompte officiel n'influencera pas le taux d'intérêt sur le marché, puisque les maisons d'escompte n'auront pas besoin de s'adresser à la Banque Centrale pour réescompter leur portefeuille. Et ajoutons que la faiblesse même du loyer de l'argent indique l'afflux de capitaux et que, par conséquent, une hausse du taux officiel d'escompte sera sans influence.

Evidemment la faiblesse du taux d'intérêt sur la place de Londres amènera au bout de quelque temps, une sortie de capitaux qui ne trouveront pas assez rémunérateur le faible intérêt de la place de Londres,

1. Voir sur l'organisation du marché de Londres : H. Withers, *Qu'est-ce que la monnaie*, le Rapport Mac Millan, part. I^{re}, chap. IV et la thèse récente de M. Stehelin *La politique de l'Escompte de la Banque d'Angleterre*, Paris, 1933, 1^{re} Partie, Chap. II.

2. *Rapport Mac Millan*, § 72.

tandis que d'un autre côté, les acceptations et les escomptes sur la même place, pour compte de l'étranger, augmenteront attirés par le bon marché de ces opérations. Ces deux mouvements aboutiront à un resserrement des capitaux disponibles sur la place de Londres et, par la suite, à une hausse du taux de l'escompte du marché.

Mais si c'est précisément ces mouvements de sortie des capitaux et d'augmentation de l'endettement de la place de Londres que la Banque cherche à contre-carrer par la hausse de son taux d'escompte, la mesure paraît insuffisante si elle n'est pas assistée de ce qu'on appelle « les opérations sur le marché libre », à l'aide desquelles la Banque tendra à rendre efficace sa politique d'argent cher.

La Banque d'Angleterre détient un puissant portefeuille de titres : quand alors, à la suite de l'abondance de capitaux sur le marché de Londres, la hausse de son taux d'escompte devient inopérante, elle intervient pour diminuer cette abondance de capitaux en procédant à la liquidation de son portefeuille. En vendant, en effet, ses titres sur le marché, elle sera payée en livres, généralement par l'intermédiaire des banques de dépôts. Ces banques pour verser à la Banque d'Angleterre le dû de leurs clients, devront diminuer soit leurs comptes courants créditeurs auprès de la Banque soit payer en billets qu'elles tiennent dans leurs caisses. Dans les deux cas, il y aura une diminution de la base du crédit des banques des dépôts et, par la suite, une diminution effective des crédits créés par les banques d'environ neuf fois supérieure, les banques de dépôts gardant, en moyenne, une proportion d'environ 10,8 % entre leurs « espèces en caisse » (cash et comptes courants à la Banque d'Angleterre) et le total de leurs dépôts¹.

Ainsi les banques de dépôts seront amenées à restreindre leur crédit aux maisons d'escompte et celles-ci, à leur tour, seront obligées d'apporter leur porte-

1. V. ci-dessous, p. 121 et *Rapport Mac Millan*, §§ 77-79.

feuille à la Banque d'Angleterre pour le réescompter¹ et augmenteraient le taux de leur escompte.

Ces opérations de la Banque d'Angleterre étaient courantes avant la guerre et aboutissaient facilement au raffermissement de la livre. Si après 1925, nous assistons à une faiblesse persistante c'est que la Banque d'Angleterre n'était plus libre de procéder à ces opérations au moment nécessaire et cela pour plusieurs raisons :

D'abord, si la Banque d'Angleterre vendait des titres pour obliger les Joint-Stock Banks à restreindre leur crédit, il se pourrait que ces banques — qui depuis la guerre maintiennent un gros portefeuille de bons du Trésor — au lieu de restreindre leur crédit, trouvent plus intéressant de ne pas souscrire à la prochaine adjudication (il y en a toutes les semaines) des bons du Trésor et laisser ainsi diminuer leur portefeuille des bons du Trésor sans le renouveler; la Trésorerie serait alors amenée à effectuer d'importants paiements qui augmenteraient les espèces en caisse des banques. Une telle éventualité aurait pu avoir des fâcheuses répercussions; car la Grande Bretagne maintenait depuis la guerre une importante dette flottante (700-800 millions de livres environ depuis 1923²) et son renouvellement était assuré régulièrement par les banques anglaises. Si donc ces banques commençaient à refuser le renouvellement de leur portefeuille des bons du Trésor, outre l'influence profonde que cet événement aurait eu sur le crédit public de la Grande Bretagne, il obligerait le Trésor à convertir les dits bons en titres à long terme ce qui impliquerait des charges d'intérêt plus grandes et augmenterait encore le service, déjà énorme, de la dette publique britannique.

1. Remarquons que les brokers au réescompte de la Banque d'Angleterre, qui ne se font que pour des traites au-dessus de 15 jours, préfèrent les avances sur traites, qui se font à 7 jours et malgré que le taux de ces avances soit supérieur d'environ 1/2 % au taux de l'escompte il est moins onéreux parce qu'il n'est subi que pendant 7 jours.

2. V. Pouyanne, « La vie économique en Angleterre », in *Rev. d'Ec. Politique*, 1932, p. 137.

La Banque était ainsi amenée à ménager les intérêts des banquiers de la Cité pendant ses opérations sur le marché libre, ce qui assurément, diminuait l'efficacité de ces opérations¹.

— D'ailleurs, et de plus, un taux d'intérêt élevé sur la place de Londres aurait eu plusieurs inconvénients : 1^o il aurait gêné les opérations d'acceptation et d'escompte de la place de Londres et cela à une période où des concurrents sérieux (New-York et Paris) surgissaient et s'efforçaient d'attirer la clientèle. En effet, si les conditions de l'escompte étaient meilleures à New-York qu'à Londres il n'y avait pas de raison pour que New-York n'attira pas les acceptations qui, normalement, auraient dû revenir à Londres ; 2^o le Trésor Anglais qui maintenait une importante dette flottante et appliquait une politique de conversions, avait tout intérêt à voir le loyer de l'argent sur le marché de Londres, aussi peu élevé que possible et enfin, 3^o l'industrie et le commerce britanniques ayant assez souffert de la revalorisation de la livre avaient besoin d'un loyer d'argent aussi bas et aussi stable que possible².

Il n'est donc nullement surprenant que la Banque d'Angleterre, prenant en considération toutes ces raisons, ait préféré au lieu d'adapter son taux d'escompte aux conditions du change, le laisser aussi bas et aussi stable que possible³. De fait, la stabilité du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre fut remarquable pendant toute cette période. Elevé de 4 %, taux qui était resté fixe depuis 1923, à 5 % en mars 1925, il fut abaissé d'un demi-point le 6 août 1925 et le 10 octobre ramené à

1. Les banques londoniennes — il faut l'avouer — ont fait preuve de beaucoup de bonne volonté et à plusieurs reprises elles ont relevé le loyer de l'argent à la suite de la seule demande de la Banque d'Angleterre et même sans aucun changement du taux officiel d'escompte.

2. Le taux des avances au commerce et à l'industrie est de 1/2 à 1 % supérieur du Bank rate ; avec un minimum de 4 à 5 %. Donc autant que le taux de la Banque n'est pas supérieur à 3 1/2 %. on ne peut pas dire qu'il gêne l'industrie ou le commerce. V. Ch. Herisson, « *Le contrôle du crédit à court terme par la Banque d'Angleterre*, Toulouse 1932. p. 136.

3. Nous disons aussi bas... que possible, car les considérations de stabilité monétaire n'étaient pas tout à fait négligées. En fait pendant presque toute la période que nous étudions le taux de la Banque d'Angleterre fut légèrement supérieur à ce lui de la Federal Reserve Bank de New-York (V. ce que nous venons de dire dans le chap. III, sect. 1^{re}, § 3, A).

4 %. Mais le 3 décembre il est à nouveau relevé à 5 % et reste fixée à ce niveau jusqu'en avril 1927, date à laquelle il est abaissé à 4.1/2 %. Il resta à ce taux pendant deux ans et il ne fut relevé à 5.1/2 % que le 7 février 1929.

Cette stabilité du taux officiel d'escompte contraste avec l'instabilité, bien connue, du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre avant la guerre. Toutefois, en 1929 et 1930, les changements du taux officiel d'escompte deviennent plus fréquents, mais ils ne sont effectués que pour suivre la situation du marché et non pas pour l'influencer. Ainsi en 1929, année de l'apogée de la spéculation à New-York, le loyer de l'argent était plus élevé à New-York qu'à Londres. Par la suite, les capitaux flottants qui se trouvaient placés à cette dernière place se mirent à en sortir. Il en est résulté une pénurie relative de capitaux sur le marché de Londres qui provoqua, sur cette place, une hausse du loyer de l'argent. La Banque d'Angleterre s'est vue alors obligée de suivre ce mouvement, mais elle ne l'a fait qu'avec un certain retard : elle n'éleva son taux d'escompte à 6 1/2 % qu'en septembre. Avec le Krach de la Bourse de New-York les capitaux refluérent vers Londres (hausse de la Livre v. le tableau de la p. 111) et l'argent redevint moins cher. La Banque s'empressa de diminuer son taux d'escompte, qu'elle ramena peu à peu à 5 % en décembre 1929.

1930 année de crise, est une année d'argent à bon marché et la Banque d'Angleterre continue à diminuer son taux d'escompte qui baisse à 4 1/2 en février, 3 1/2 % en mars, et à 3 % en mai.

Cette politique d'argent relativement bon marché, vu la position fortement débitrice à court terme de la place de Londres, devait provoquer des sorties d'or. La Banque d'Angleterre ne paraît s'émouvoir de ces sorties que lorsqu'elles deviennent très importantes, et même alors elle ne recourt que rarement au procédé classique de restriction de crédit par la hausse du taux d'escompte — nous venons de l'indiquer — et elle se contente de faire des dé-

marches amicales auprès des banques centrales des pays vers lesquels l'or afflue, à la suite desquelles ce mouvement de métal jaune est, plus ou moins efficacement, arrêté. Nous allons citer deux exemples particulièrement caractéristiques de cette politique.

Le premier se place au cours de l'été 1927 ; à cette époque l'or anglais se dirigeait vers l'Amérique. Pour entraver cette sortie, la Banque d'Angleterre, au lieu d'élever son taux d'escompte, fit des démarches auprès du Federal Reserve Board aux Etats-Unis, à la suite desquelles les Federal Reserve Banks diminuèrent leur taux d'escompte dès les premiers jours du mois d'août, de 4 à 3 1/2 %. Cette expérience a particulièrement bien réussi car la sortie des capitaux de Londres s'est arrêtée et le cours de la livre vis-à-vis du dollar s'éleva : le drainage de l'encaisse de la Banque d'Angleterre prit fin¹.

Le second exemple se place trois ans plus tard : pendant le premier semestre 1930 la livre était dépréciée vis-à-vis du franc et le point de sortie de l'or ayant été atteint, l'or anglais se dirigeait vers Paris. Il eut alors, paraît-il, une entente² entre la Banque de France et la Banque d'Angleterre, à la suite de laquelle le 6 juin, cette dernière, usant du droit qu'elle avait de ne délivrer que de l'or standard (au degré de fin de 0,916.2/3 ou 11/12) cessa de vendre de l'or fin (0.995) . La Banque de France³ d'autre part, décida de n'accepter que de l'or fin. L'or délivré par la Banque d'Angleterre ne pouvait donc être présenté à la Banque de France sans qu'il

1. V. Hartley Withers, *op. cit.*, pp. 280-1.

2. On ne peut être sûr de ce point. L'opinion que nous exprimons est soutenue par M. Keynes, dans son *Traité de la Monnaie*, t. II p. 328 et dans l'*Economic Journal*, sept. 1930, p. 466. Par contre M. Paul Einzig, dans un article dans l'*Economic Journal*, sept. 1930. « Fine gold v. standard gold » ainsi que dans son ouvrage *The fight for financial supremacy*, pp. 110-111, soutient que la Banque de France n'a pas voulu accepter de l'or standard rien que pour humilier la livre et créer une atmosphère de méfiance contre elle. Nous ne pouvons pas voir l'intérêt pour la France à une telle politique et croyons qu'en exprimant une telle opinion, M. Einzig, auteur ordinairement très bien informé, a été entraîné par sa francophobie habituelle. V. aussi l'article du Pr. W. Oualid dans l'*Europe Nouvelle*, 18 avril 1931.

3. La décision de la Banque de France fut suivie par les Banques de Belgique et de Suisse.

soit préalablement raffiné, opération impliquant une perte de temps — et par conséquent d'intérêt — en plus des frais de raffinage. Ainsi, le point de sortie d'or anglais se trouvait abaissé et l'on avait pu espérer que le cours de la livre vis-à-vis du franc étant supérieur à ce nouveau *gold-point* de sortie vers la France, le drainage de l'encaisse de la Banque d'Angleterre aurait pris fin.

Malheureusement il n'en a rien été; la demande de francs était tellement forte que la livre baissa¹ jusqu'au point où les sorties d'or anglais furent de nouveau possibles vers la France. Alors, en janvier 1931, la Banque de France décida d'accepter l'or-standard.

* * *

Entre 1925-30, la Banque d'Angleterre a donc su tourner plusieurs fois la nécessité — quand elle se présentait — d'une hausse de son taux d'escompte et d'une restriction de crédit.

« Vous trouverez, disait Sir H. Harvey, sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre, devant le comité Mac-Millan (question 353), si vous regardez dans une série de bilans de la Banque, que le montant de l'or que nous avons perdu avait été tout à fait remplacé par des accroissements du portefeuille du Département de la Banque ». Ainsi la base du crédit restait la même. D'ailleurs, chaque fois aussi que l'or entraît à la Banque d'Angleterre ce même portefeuille était diminué et, par conséquent, l'on évitait une expansion du crédit. Il est intéressant de suivre de plus près cette politique :

Pendant les premiers mois du retour à l'étalon-or et spécialement entre avril-août 1925, l'encaise-or de la Banque d'Angleterre s'était accrue de 9 millions de livres². Parallèlement on a vu son portefeuille de titres

1. La livre sterling vaut au pair 124,21 frs. Le point de sortie de l'or anglais se trouvait en juin 1930 à 123,89 frs. Mais en décembre 1930 la livre ne valait plus que 123,59 frs.

2. Cette augmentation est due, surtout, à des raisons spéciales. Ainsi sans que le cours du florin soit tombé au-dessous du point de sortie de l'or hollandais, il y a eu des exportations d'or d'Amsterdam à Londres et cela, parce

diminuer de 11 millions. Inversement, pendant le deuxième semestre de 1925, époque à laquelle on note une importante sortie d'or et une diminution de l'encaisse de la Banque de 17 millions de livres, le portefeuille de titres s'accroît de 12 millions. Ainsi, malgré qu'entre avril et décembre 1925 l'encaisse or de la Banque d'Angleterre ait varié de plusieurs millions de livres, le volume des instruments monétaires à la disposition du public resta relativement stable.

Les mouvements de l'encaisse-or de la Banque en 1926 et surtout en 1927 ne sont pas importants. Au contraire en 1928 d'avril à la mi-septembre (bilans du 4 avril et du 21 septembre), l'encaisse de la Banque augmente de 27,8 millions de livres, passant de 146,1 à 173,9 millions de livres. Mais de l'autre côté nous voyons la Banque vendre des titres pour 23,5 millions de livres et son portefeuille diminuer de 92 millions de livres à 68,5 millions de livres. Puis, du 12 septembre 1928 au 2 janvier 1929, la Banque perd 20,8 millions d'or mais son portefeuille de titres augmente de 25,5 millions de livres. Et ce parallélisme continue avec plus ou moins d'exactitude pendant toute la période que nous étudions. C'est ainsi que du 6 février 1929 au 12 juin, l'encaisse-or augmente de 13,6 millions de livres et le portefeuille diminue d'une même somme. Il est inutile de poursuivre plus longtemps l'étude de ces mouvements opposés de l'encaisse et du portefeuille de la Banque car ils continuèrent de la même manière¹.

La Banque d'Angleterre a donc poursuivi une politique de stabilité de crédit, elle a tâché d'éviter aussi bien toute contraction — pouvant nuire aux industries et au commerce britanniques — que toute expansion pendant les périodes d'afflux d'or, probablement par crainte de porter atteinte à la stabilité de la livre.

Nous venons de constater que toute augmentation

que la Banque de Hollande convertissait une partie de son encaisse-or en devises anglaises (V. Ch. Herisson, *op. cit.*, p. 26).

1. V. pour plus de détails Ch. Herisson, *op. cit.*, pp. 243 et ss. et Stehelin, *op. cit.*, pp. 78-84.

de l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre était suivie d'une diminution de son portefeuille de titres et vice-versa. Bien entendu il s'agit du portefeuille du *Banking Department*¹ contre-partie des dépôts reçus par la Banque d'Angleterre, et non du portefeuille du Département de l'Emission, contre-partie de l'émission fiduciaire des billets. Ainsi, nous pouvons dire — tout à fait schématiquement — que toute augmentation de l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre était suivie d'une augmentation des billets émis et d'une diminution des comptes-courants créditeurs du *Banking Department* et que toute diminution de l'encaisse-or était suivie d'une diminution des billets émis et d'une augmentation équivalente des comptes courants créditeurs du *Banking Department*. De sorte que dans les deux cas, la base du crédit restait la même. En effet, le « cash » des Joint Stock Banks, dont le montant des dépôts indique la quantité des crédits ouverts, est constitué d'une part par des billets en caisse et, d'autre part, par des dépôts à la Banque d'Angleterre qui sont considérés comme de la monnaie.

Il est vrai que les banques des dépôts peuvent provoquer une expansion ou une diminution de crédit, indépendamment de la politique de la Banque d'Angleterre en faisant varier la proportion de leur encaisse au montant de leurs exigibilités. Mais une contraction de crédit, due à l'augmentation de la proportion de l'encaisse aux exigibilités, nuit à l'intérêt des banques et il est peu probable qu'elles prennent une telle initiative de leur propre gré. Une expansion de crédit, due à l'affaiblissement de la proportion, ne peut prendre des dimensions importantes sans créer de grands dangers pour la liquidité des banques, surtout en Angleterre où l'encaisse est toujours très faible en comparaison de ce qui est la pratique de la plupart des grandes banques du

1. Depuis 1928 on distingue dans le portefeuille du Département de la Banque les effets du Gouvernement, les autres effets et les escomptes et avances. V. sur la signification de cette distinction H. Withers, *op. cit.*, pp. 247-8.

Continent. Voyons maintenant, ce qui s'est passé, en fait:
(Les 10 London Clearing Banks).

	Millions de Livres			Proportion des dépôts à vue avec le total	Proportions des dépôts à termes	Millions de Livres		Proportion des espèces au total des dépôts	Proportion de dépôts à la Banque d'Angleterre, au total des dépôts	Proportion du cash aux dépôts
	Total des dépôts	Dépôts à vue	Dépôts à termes			Espèces en Caisse	Dépôts à la Banque d'Angleterre			
1924	1615.7	950.0	665.7	58.8	41.2	103.8	88.3	6.4	5.5	11.9
1925	1602.7	922.5	680.2	57.6	42.4	103.7	86.2	6.5	5.4	11.9
1926	1608.9	921.4	687.5	57.3	42.7	103.1	86.1	6.4	5.4	11.8
1927	1658.6	932.1	726.5	56.2	43.8	105.1	85.3	6.3	5.1	11.4
1928	1708.9	953.7	755.2	55.8	44.2	104.5	83.6	6.1	4.9	11.0
1929	1738.0	940.1	797.9	54.1	45.9	104.4	82.9	6.0	4.8	10.8
1930	1740.8	920.8	820.0	52.9	47.1	103.6	84.5	5.9	4.9	10.8

(Ce tableau a été compilé d'après les tableaux des §§ 77 et 81 du rapport MacMillan).

Nous constatons d'après ce tableau, que malgré une encaisse (espèces en caisse et dépôts à la Banque d'Angleterre) visiblement stationnaire, les dépôts en banque ont augmenté sensiblement et par conséquent, la proportion a tombé de 11,9 % en 1925 à 10,8 % en 1930.

Ce changement est dû, presque uniquement, à la politique de la Midland Bank Ltd. La plus grande banque de dépôts du monde maintenait jusqu'en 1926 une proportion, entre son encaisse et le total de ses dépôts, plus élevée que les autres banques de la « City ». Or, depuis la fin de 1926, elle commença à ramener cette proportion au niveau de la plupart des autres banques. En fait, cette proportion baissa de 14,5 % en 1926 à 11,5 % en 1929¹.

Mais il ne faut pas le moins du monde, croire qu'il s'agisse là d'une inflation de crédit. La baisse de la proportion de 11,9 % à 10,8 % pour les dix London Clearing Banks coïncida avec un changement dans la composition des dépôts : les dépôts à vue², qui constituaient en 1924, 58,8 % du total des dépôts, ne consti-

1. V. J.-M. Keynes, *Treatise on Money*, t. II, pp. 73-4.

2. Nous traduisons par dépôts à vue l'expression « current accounts » et par dépôts à terme l'expression « deposit accounts ».

tuent en 1930 que 52, 9 % et par contre, les dépôts à terme, qui constituaient en 1924, 41,2 % du total, en 1930 ils s'élèvent jusqu'à 47,1 %.

Donc, malgré quelques changements, plutôt apparents que réels, la politique de crédit ¹ des banques anglaises a suivi de près la politique de stabilité de la Banque d'Angleterre.

L'impression qui se dégage de l'étude de la politique de la Banque d'Angleterre est donc sa recherche de stabilité ; stabilité du taux de l'intérêt, stabilité de la quantité de crédit, moyens par lesquels elle espérait assurer la stabilité des prix. C'était, d'ailleurs, la seule politique pouvant concilier — plus ou moins bien — les intérêts opposés : celui de la stabilité monétaire — impliquant une contraction de crédit — et celui des industriels ou des commerçants, qui souffrant des effets de la revalorisation de la livre, souhaitaient une hausse des prix, impossible sans inflation de crédit.

La Banque d'Angleterre a gardé le juste milieu entre ces deux tendances, seule attitude qui pouvait maintenir les choses en équilibre jusqu'à ce que une hausse des prix mondiaux survint et facilita sa tâche ou une baisse accentuée rendit impossible le maintien de cette politique.

Une seconde impression se dégage de cette étude ; malgré que « l'Angleterre ait toujours invoqué les règles du Gold Standard, c'est elle qui ne les a pas suivies ². » En effet, il ne suffit pas que l'or entre dans un pays et sorte librement, ni que la monnaie de ce pays soit convertible en métal jaune, pour dire que les règles du Gold Standard s'appliquent ; il faut que l'on permette aux entrées et aux sorties d'or d'exercer leur influence sur la situation économique et monétaire du pays.

Quand, par exemple, la devise d'un pays est au-dessous

¹ Elle est même considérée dans le *Rapport Mac Millan*, comme déflationniste, v. § 229.

² C'est l'aveu d'un auteur anglais, M. Frederic Benham dans son excellent petit ouvrage *British monetary policy*, Londres, 1932, p. 45.

du point de sortie de l'or, et que ce dernier sort effectivement, il en résultera une restriction d'instruments monétaires, les revenus diminueront, d'où une tendance vers la baisse des prix et un renchérissement du taux de l'intérêt. Le déficit de la balance commerciale tendra à diminuer et les capitaux commenceront à affluer. D'où augmentation de la demande de la devise dépréciée, qui fera monter son cours et la sortie de l'or s'arrêtera. Inversement, quand la devise d'un pays est au-dessus du point d'entrée de l'or et que l'or entre dans le pays, il y aura une augmentation d'instruments monétaires, les revenus tendront à s'élever, d'où hausse des prix et baisse du taux de l'intérêt. Ces événements seront suivis d'une aggravation du déficit de la balance commerciale et d'une sortie des capitaux, qui ramèneront la monnaie surévaluée, au pair : l'équilibre se rétablira ainsi.

Au lieu de cet automatisme, qui est la principale caractéristique de l'étalon-or, que constate-t-on en Angleterre ? Quand l'or sort, la Banque d'Angleterre agit pour qu'il n'y ait pas resserrement de crédit ni baisse de prix ni hausse du taux de l'intérêt. Et si l'or continue à sortir, elle intervient alors pour arrêter cette sortie, par différentes mesures artificielles. De même, quand l'or entre en Angleterre, par une restriction correspondante des autres bases du crédit, ces entrées sont empêchées d'avoir leurs effets normaux.

Ainsi, l'on peut dire qu'en Grande Bretagne, entre 1925-31, il ne saurait s'agir du Gold Standard pur, mais d'un « managed gold standard ». Comment s'étonner alors, qu'à la fin de cette période, l'économie britannique était moins adaptée aux conditions internationales qu'elle ne l'était en 1925.

Conclusion **sur les causes profondes de la crise** **de la monnaie anglaise**

Des développements de cette première partie il ressort que :

1° En raison de la modicité de l'encaisse métallique de la Banque d'Angleterre et de l'endettement excessif à court terme de Londres, dépassant sensiblement ses créances à court terme sur l'étranger, la convertibilité de la livre semblait peu assurée ;

2° Aucun effort sérieux n'a été fait pour que cette situation précaire s'améliorât. Car la Grande Bretagne, au lieu de continuer à placer les excédents de sa balance des comptes en des investissements à long terme à l'étranger, aurait pu, soit les conserver en des placements à court terme soit les convertir en or, de sorte que la stabilité de la livre soit renforcée du point de vue technique. ;

3° Même si la convertibilité de la livre était techniquement renforcée, la stabilité monétaire britannique ne serait garantie qu'au cas de hausse des prix mondiaux, ou tout au moins, de non abaissement de leur niveau, car l'économie britannique démesurément grevée par les charges qu'impliqua la revalorisation de la livre, n'aurait pas été à même de supporter une baisse des prix sans éprouver des catastrophes. C'est pourquoi lorsque la tendance des prix mondiaux vers la baisse se fit sentir, la Grande Bretagne s'était efforcée de maintenir la stabilité de ses prix, d'où baisse de ses exportation, particulièrement accentuée en 1930, année pendant laquelle la baisse des prix mondiaux avait été plus forte.

Ainsi la revalorisation de 1925 créa une situation qui n'aurait pu être viable qu'en cas de hausse des prix mondiaux. Cette condition n'ayant pas été réalisée, la Grande Bretagne par sa politique, montra qu'elle voulait retarder le moment de l'adaptation de son économie aux conditions nouvelles, espérant toujours qu'une hausse des prix surviendrait et lui épargnerait cette tâche pénible.

La politique monétaire britannique pendant toute cette période, fut une politique d'expectative. La Banque d'Angleterre s'efforça de garder l'équilibre instable qui s'était créé à la suite de la revalorisation de 1925 jusqu'à ce qu'une amélioration des conditions internationales

rendit la stabilité à l'équilibre britannique, ou jusqu'à ce que des difficultés insurmontables créées par une évolution défavorable l'obligeassent à prendre des mesures douloureuses peut-être, mais décisives.

La cause première, la cause profonde de la crise de la monnaie anglaise en 1931 se trouve dans ce manque d'adaptation de la situation créée en Grande Bretagne après la revalorisation de 1925 avec l'évolution économique mondiale. C'est à ce manque d'adaptation que sont dues toutes les autres causes d'instabilité de la livre que nous venons de développer.

Evidemment, l'issue fatale avec la politique monétaire prudente de la Banque d'Angleterre, aurait pu être retardée encore de quelque temps si les événements que nous allons exposer dans la seconde partie de cet ouvrage et que nous appellerons les causes immédiates de la crise de la monnaie anglaise, n'étaient pas intervenus.

Mais il reste néanmoins certain que pendant toute la période que nous avons étudiée, la stabilité monétaire de la Grande Bretagne a été particulièrement vulnérable.

DEUXIÈME PARTIE

La Crise

CHAPITRE PREMIER

LES CAUSES IMMEDIATES ET LES MANIFESTATIONS DE LA CRISE

Si l'on compare la balance des comptes britannique pour l'année 1931 avec celle de l'année 1930, il n'est pas difficile de constater combien tous ses éléments ont défavorablement évolué :

Balance des comptes britannique 1930-1931 en millions de livres

	1930	1931
A. Eléments créditeurs		
Exportation de marchandises	579	396
Revenu (net) de la marine marchande	105	80
Revenu (net) des placements à l'étranger	220	165
Revenu (net) des commissions et courtages	55	30
Revenus divers (nets)	15	10
Excès (net) des recettes du Gouvernement	19	16
TOTAL	993	697
B. Eléments débiteurs		
Importations de marchandises (non réexportées)	966	806
Excès (net) des paiements du Gouvernement	—	—
TOTAL	966	806
Crédit + ou débit —	+28	—109

Ainsi, tandis que la balance des comptes se soldait en 1930, encore, par un excédent de 28 millions de livres, en 1931, cet excédent cède la place à un déficit de 109 millions de livres. Mais, il faut l'avouer, ce déficit ne présente rien d'extraordinaire. Il est, en effet, normal que pendant une année de crise la balance commerciale d'un pays

riche comme l'Angleterre, présente un déficit accru, du fait des exportations baissant plus vite que les importations.

De même s'explique la diminution des profits de la marine marchande par le ralentissement du commerce international et par la baisse des frets, de même aussi, par le ralentissement des transactions commerciales s'explique, en partie¹, la diminution du revenu dû aux commissions et aux courtages. En ce qui concerne le revenu net des investissements à l'étranger on constate que sa diminution² est plus importante que celle des autres éléments de la balance et ce fait contraste avec la stabilité relative de ce revenu entre 1924-30. Il ne faut pas croire que cette diminution soit due pour une grande part à la défaillance des titres, car le portefeuille britannique de valeurs étrangères est constitué par des titres bien choisis et l'on estime³ que les revenus dûs au portefeuille continuent à être régulièrement perçus par les britanniques dans une proportion de 80 à 90 %. Mais le portefeuille des valeurs étrangères ne constitue qu'une fraction des placements britanniques à l'étranger et une grande partie de ces placements a été employée à des immobilisations; c'est donc, à cette partie des placements qu'est due, pour la plus grande partie la diminution du revenu provenant de cet élément de la balance des comptes⁴.

D'ailleurs, il est rationnel de penser, à la suite de

1. Nous disons en partie, car, comme on le sait, sous cette rubrique de la balance des comptes, le *Board of Trade* comprend aussi les revenus touchés par les sociétés d'assurances pour des services rendus à l'étranger. Or, comme le remarque M. Einzig (*The Tragedy of the pound*, pp. 62-3) les compagnies d'assurances britanniques ont souffert en 1931, non seulement en raison de la dépression du commerce international mais aussi à cause de leur refus d'admettre, dans leurs polices, la clause-or qui était demandée de plus en plus pendant les neuf premiers mois de 1931, ce qui causa une perte considérable d'affaires.

2. Le chiffre de 165 mill. de L. que nous donnons dans le tableau ci-dessus a été corrigé par le *Board of Trade* ultérieurement (*V. B. Of Trade Journal* du 23-2-1933) et relevé à 170 millions de L. de sorte que le déficit de la balance des comptes est estimé à 104 mill. de £ et non à 109.

3. V. l'article déjà cité, de M. Marin, dans la *Rev. des Sc. Politiques*.

4. V. ce que nous disons dans le § 2 de la section A du chap. III (1^{re} Partie).

Sir Robert Kindersley¹, et compte tenu de l'appréciable différence entre le solde créditeur de la balance des comptes (27 millions de livres) et le montant des émissions pour compte de l'étranger sur le marché de Londres (109 millions de L.) en 1930, que pendant cette même année, il y eut vente nette des investissements britanniques à l'étranger à concurrence de quelque 35 millions de livres.

Quoiqu'il en soit, l'évolution de la balance des comptes britannique en 1931, ne permet pas de discerner les causes immédiates de la crise de la livre en 1931. Si même l'on ajoute au déficit de la balance des comptes le montant des émissions pour compte de l'étranger qui ont été sorties sur la place de Londres en 1931, et ne se sont élevées qu'à 46 millions de livres, on arrive à un déficit de 150 millions de livres, parfaitement comparable à celui de 1926, soit 126 millions de livres et qui pourtant n'a pas causé de perturbations comparables à celles de 1931.

C'est d'ailleurs, dans le mouvement des capitaux qu'il faut chercher la cause de cette débâcle de la livre en 1931, de même que ce fut le cas pour la revalorisation de 1925, pour une grande partie..

Nous avons exposé comment des exigences importantes pour le compte de l'étranger s'étaient constituées à Londres. Ces exigences dépassaient sensiblement celles qu'avait Londres sur l'extérieur.

Nous avons aussi expliqué pourquoi et comment la place de Londres s'est efforcée de maintenir dans les limites de son marché, les capitaux flottants et nous n'y reviendrons point.

C'est donc cette accumulation de capitaux flottant sur le marché de Londres qui rendait la situation particulièrement vulnérable en cas d'une crise de confiance. Si un doute venait à naître en ce qui concerne sa solvabilité et si les capitaux étrangers amassés sur la place

1. « British Foreign Investments in 1930 » dans l'*Economic Journal*, de juin 1932.

de Londres commençaient à s'enfuir, il aurait été très difficile d'arrêter ce courant avant qu'il eut provoqué des désastres.

Or, nous avons vu (v. Introduction) qu'au printemps 1931, une vague de méfiance, une véritable crise de crédit, a déferlé sur l'Europe Centrale à la suite de la chute du Kredit Anstalt Autrichien. La Grande Bretagne, « banquier du monde » et grande créancière des pays de l'Europe Centrale, ne pouvait qu'en ressentir le contre-coup. De plus, l'équilibre économique britannique semblait être fortement ébranlé, et il suffit de cela pour que la confiance en la solvabilité de la Grande-Bretagne fut ébranlée et que la fuite des capitaux commençât.

Nous allons étudier dans trois sections successives :

- a. les faits qui ont déterminé cette méfiance,
- b. les conséquences de cette méfiance,
- c. les mesures qui ont été prises pour sauvegarder la livre.

Section Première

Les facteurs de la méfiance

Il est une poussière de petites choses qui, dans un moment donné peut déclancher la vague de méfiance. Nous nous contenterons ici de parler de quelques-unes de celles à qui incombe — à notre avis — la plus grosse part de responsabilité dans la naissance du courant de méfiance qui s'est fait jour au sujet de la stabilité de la livre. Ce sont les suivantes :

1° *La baisse des exportations* : nous venons de parler de la baisse des exportations et du déficit de la balance commerciale ainsi que de leurs effets directs sur la stabilité monétaire du pays : il ne saurait s'agir ici que de mettre en évidence l'influence indirecte ou psychologique du fait d'un déficit commercial augmentant de plus en plus vite, en raison inverse des exportations qui baissent d'une façon continue et alarmante, et de sa

répercussion sur l'opinion publique mondiale en ce qui concerne l'équilibre économique de la Grande Bretagne.

Pendant le premier trimestre de 1931, les exportations ne montent qu'à 103,4 millions de livres et le déficit s'élève à 89,1 millions de livres ; pendant le deuxième les exportations baissent jusqu'à 95,8 millions £ et le déficit s'élève à 93,9 millions £ ; ce mouvement continue pendant le troisième trimestre de 1931, où les exportations baissant à 93,2 millions £, le déficit s'élève jusqu'à 97,8 millions £. Les chiffres deviennent encore plus inquiétants si l'on songe que l'accroissement du déficit dans la balance commerciale est dû surtout à la baisse des exportations de produits manufacturés. En effet, tandis que la Grande Bretagne exportait pour 440 millions de £ de produits manufacturés en 1930, elle n'a exporté que pour 290,6 millions de £ en 1931 (dont 221,1 millions £ pendant les trois premiers trimestres). On ne peut penser cependant que les produits manufacturés non exportés aient pu être absorbés par le marché intérieur, car les importations des produits manufacturés en 1931 sont à peine inférieures à celles de 1930 (244,5 millions £ contre 283,3).

Cette baisse des exportations et la concurrence sur le marché intérieur des produits étrangers sont dues — en grande partie — au coût élevé de la production britannique au même temps qu'à l'absence de tout système protectionniste. (voir toutefois ce que nous venons de dire dans le chapitre premier de la 1^{re} partie sur les droits MacKenna).

Nous avons expliqué pourquoi, tandis que les prix mondiaux baissaient, il aurait été très difficile que les prix britanniques suivissent ce mouvement sans une dévalorisation de la livre.

Toutefois le déficit de la balance commerciale s'aggravant, l'opinion publique s'alarmait, de sorte que l'on voyait des libéraux convaincus proposer l'établissement de tarifs douaniers. Le plan de protectionnisme qui eût le plus de retentissement à l'époque est celui

de M. J. M. Keynes¹, proposant un tarif général de 10 % sur les importations et une prime aux exportations d'également 10 %, celui-ci croyant toujours² que la différence entre les prix anglais et les prix mondiaux était de 10 %. Nous ne voulons pas insister plus longtemps sur cette proposition de tarif-prime qui nous semble impraticable. En effet, si la prime de 10 % était accordée aux exportateurs anglais, les autres pays prendraient des mesures de représailles, considérant, et à juste titre, que la Grande-Bretagne pratiquait le dumping.

Mais la proposition, et la répercussion qu'elle a eu, montre clairement l'inquiétude de l'opinion publique qui réclamait des mesures de redressement, à tout prix.

Le Gouvernement n'a pas montré trop d'inquiétude en face de la situation et aucune mesure ne fut prise pour améliorer la balance commerciale, ce qui pouvait faire croire que la Grande-Bretagne s'abandonnait à sa routine traditionnelle.

2^o *Aggravation du chômage* : la rapide décroissance des exportations britanniques indique l'aggravation du chômage, car une grande partie (3/10) de l'industrie britannique travaille pour l'étranger³. Le nombre des chômeurs qui s'était élevé en moyenne à 1.263.000 pendant l'année 1929, passa, en juillet 1930, à 2.070.000 et monta régulièrement jusqu'en décembre (2.500.000).

Ce mouvement continua en 1931, car en septembre 1931, le nombre des chômeurs était de 2.881.000.

Le « Fonds du chômage » dépensa pendant l'année financière 1930-31, 99 millions de £, (dont 92 millions de livres en allocations et 7 en autres dépenses). Cette somme fut couverte pour une part par les cotisations des employeurs et employés, qui s'élevèrent à 30 millions de £ et par la cotisation de l'Etat qui s'éleva à 35

1. Il a paru dans un article du *The New Statesman and Nation* du 7 mars 1931 et repris par son auteur dans le 1^{er} addendum du Rapport Mac Millan. V. pour la critique l'addendum du Pr. Gregory dans ce même rapport et Sir W. Beveridge, etc... ». *Tariffs the case examined*, London 1931.

2. Voir sa controverse avec le Pr. Gregory ci-dessus, p. 59.

3. V. Martin (P.-W.). *The problem of maintaining purchasing power*, Londres, 1931, p. 259.

millions £ (dont 15 millions comme quote-parts aux allocations ordinaires et 20 millions comme cotisations extraordinaires, en faveur des chômeurs dont les versements antérieurs, au fonds du chômage, ne les autorisaient plus à recevoir l'allocation) et d'autre part, par des emprunts. De la sorte, avec l'extension du chômage, le Fonds empruntait à une cadence d'un million de livres par semaine ¹.

Cette situation ne pouvait continuer longtemps et en décembre 1930 le Gouvernement nomma une Commission chargée de faire des propositions sur les modifications à apporter à l'« Unemployment Insurance Scheme ». Le 5 juin 1931 cette Commission présentait son premier rapport provisoire ²; elle recommandait des accroissements de cotisations et des réductions d'allocations ainsi que certaines modifications destinées à aboutir à une diminution du nombre des ayants droit au « dole ». Mais le Gouvernement n'osa pas prendre des mesures aussi impopulaires et passa outre les recommandations de la Commission qu'il avait nommée lui-même. Ainsi sur un autre point encore d'importance capitale, le Gouvernement se trouvait incapable de réagir, état de choses qui, assurément, n'était pas fait pour augmenter la confiance en la livre.

3° *Le déficit budgétaire* : presque toutes les fois où l'étalon-or a été abandonné dans le passé, la cause directe en a été le déficit budgétaire excessif.

Au contraire, comme le remarque M. H. Pouyanne (*Rec. Econ. Pol.*, loc. cit., p. 136), depuis 1921 ³ le problème budgétaire ne s'est pas posé en Angleterre. Au prix d'une fiscalité excessive, les budgets anglais s'établissaient toujours en équilibre. Le budget de l'année 1931-1932, présenté par M. Snowden en avril 1931, était lui aussi en équilibre ; mais il est vrai, au prix de certains artifices ⁴

1. Voir Benham, *op. cit.*, p. 5 et Paul Vaucher. « La crise britannique de 1931 », in *Rev. des Sc. Pol.*, janvier-mars 1932, pp. 37-61.

2. Son rapport définitif n'a paru qu'en novembre 1932.

3. Voir un tableau des résultats budgétaires entre 1921-31 dans l'article cité de M. Pouyanne.

4. Par exemple une somme de 20 millions de L. fut prélevée sur l'*Exchange*

et d'une forte dose d'optimisme quant à la reprise des affaires. Peu de temps après, il apparut clairement que le budget n'était équilibré que sur le papier et M. Snowden lui-même, en présentant son deuxième budget pour 1931-32, le 8 septembre 1931 annonçait aux Communes, que sans les nouvelles réformes qu'il proposait, le déficit pour la gestion en cours serait monté à 74 millions de livres.

Pourtant la situation n'était pas aussi sérieuse qu'elle le paraissait, car le budget britannique de 1931-32 contenait, parmi les dépenses ordinaires, une contribution substantielle pour réduction de la dette, s'élevant à 66.830.000 £. De sorte que, même si le déficit budgétaire pour cette année s'élevait à 74 millions de £, l'augmentation de la dette qui en pourrait résulter serait inférieure à 10 millions de livres.

Mais l'opinion publique s'alarma au bruit d'un déficit budgétaire important et le fait psychologique de ce danger s'aggrava avec la publication du rapport du « Committee on National Expenditure » (nommé en mars 1931) dit Rapport May, le 31 juillet. Ce rapport, en effet, concluait que « pour avoir un budget équilibré en 1932 — comprenant une provision d'environ 50 millions de £ pour le rachat de la dette — un déficit de 120 millions de livres devait être comblé par des nouveaux impôts et par des économies ». Il n'est pas difficile d'apercevoir qu'il s'agissait là de la prochaine année budgétaire 1932-33, mais le public ne raisonne pas et on parlait d'un déficit de 120 millions de £, comme résultat du déséquilibre financier qui suivait le déséquilibre économique.

L'opinion publique demandait une action immédiate et une application prompte des recommandations du Comité May. Le Gouvernement travailliste hésitait. En effet, les principales économies recommandées consistaient en la diminution des allocations du chômage et des salaires des professeurs ou autres employés de l'Etat. Le Gouvernement aboutit finalement à un plan

de redressement limité qui fut soumis, le 20 août, au Conseil Général des Trade-Unions et se heurta à un veto absolu. Cela fut la cause d'un conflit au sein du cabinet qui devait aboutir, le lendemain, à sa démission (V. pour plus de détails l'article cité de M. Vaucher).

La prompt formation du Gouvernement National et la présentation par le chancelier de l'Echiquier (le 8 septembre) aux Communes du « National Economy Bill », qui proposait, avec de sérieuses économies, des augmentations d'impôts, étaient de mesure à dissiper, quelque peu, la méfiance.

Malheureusement, une des mesures proposées pour l'équilibre budgétaire consistait en une légère diminution des paiements des « Fighting Services », et fut la cause de la mutinerie d'une escadre anglaise à Invergordon. Elle était sans importance, comme on l'a appris plus tard, mais le fait d'une mutinerie dans la flotte de sa Majesté fit sensation sur l'opinion publique et l'impression psychologique qu'on attendait de l'équilibre budgétaire rétabli, fut effacée devant les rumeurs que fit naître cet acte d'indiscipline¹.

4° *L'endettement du marché de Londres et le rapport MacMillan*: nous avons longuement parlé de la situation débitrice à court terme de Londres, de l'insuffisance de ses exigibilités sur les marchés étrangers et des dangers que cette situation impliquait pour la stabilité de la livre en cas de brusque sortie des capitaux placés à court terme à Londres. Nous allons voir maintenant, comment la connaissance approximative du montant de cet endettement et de l'immobilisation d'une partie des exigibilités de Londres sur l'étranger accentua la méfiance vis à vis de la livre et l'exode des capitaux placés à Londres.

Quoiqu'il fut assez notoire que la place de Londres emprunte quelquefois beaucoup plus qu'elle ne prête², le monde des affaires était loin de s'imaginer de combien

1 V T-E Gregory, *The Gold Standard*, etc pp 57 et H. Withers *Money in the melting pot*, p 111

2. V. J.-M. Keynes, *A Treatise on Money*, t. II, p. 277.

ses dettes dépassaient ses créances à court terme, quand le 13 juillet 1931, le rapport MacMillan¹ fut publié, qui indiquait que les exigibilités nettes sur Londres de l'étranger, montaient en mars 1931, à 274 millions de £ ; il est difficile de nier que le sentiment de méfiance vis-à-vis de la livre ne s'accroûtât. Il était d'ailleurs, généralement admis que les exigibilités de la Grande-Bretagne sur l'étranger étaient et moins importantes et moins liquides, car une grande partie d'entre elles venaient d'être immobilisées en Allemagne à la suite des mesures prises par le Gouvernement allemand pour restreindre les paiements faits par les Banques (13 juillet).

Voilà donc une série de faits qui ont déclenché la vague de méfiance qui devait entraîner la chute de la £.

Section B Les conséquences de la méfiance

La conséquence bien connue de cette vague de méfiance, qui va s'accroissant pendant les neuf premiers mois de l'année 1931, fut l'exode des capitaux étrangers placés à court terme, qui ne se sentaient plus en sécurité à Londres et la chute de la livre. Il est probable² que des capitaux anglais aussi ont été entraînés à la fuite devant la livre, mais aucune précision sur ce point ne peut être apportée.

C'est vers le dernier trimestre de 1930 que les exigibilités étrangères sur Londres commencent à diminuer sensiblement³. Cette diminution est principalement due au rapatriement d'une partie des dépôts des banques françaises. Les banques françaises d'ailleurs, retirent leurs dépôts, non pas — apparemment tout au moins — poussées par la méfiance envers la livre, mais parce qu'elles eurent besoin de renforcer leur encaisse pour s'assurer

1. *Committee on Finance and Industry Report* auquel nous avons eu l'occasion de nous référer plusieurs fois.

2. V. le communiqué du Gouvernement Britannique du 20 sept. 1931.

3. V. Paul Einzig, *The Tragedy of the Pound*, Londres, 1932, p. 64.

contre les brusques demandes de remboursement de leurs clients, qui montraient des signes d'inquiétude à la suite des défaillances de certains établissements bancaires¹, (chute de la banque Adam). En tout cas, ce mouvement, qui se reflète dans les chiffres du rapport MacMillan², s'arrête en janvier 1931 et dès le mois de février l'or commence à rentrer dans les caisses de la Banque d'Angleterre avec une cadence accélérée, jusqu'à la mi-juillet, ainsi que le montre le tableau ci-dessous :

Entrées et sorties d'or à la Banque d'Angleterre pendant le premier semestre 1931.

Janvier	Sortie	7.549.000	Livres.
Février	Entrée	622.000	—
Mars	—	2.766.000	—
Avril	—	2.684.000	—
Mai	—	4.712.000	—
Juin	—	11.415.000	—

ce qui incite la Banque d'Angleterre à abaisser son taux d'escompte de 3 à 2.1/2 % (14 mai). La cause de ces entrées d'or n'est pas un afflux des capitaux étrangers vers Londres, mais simplement le rapatriement des capitaux anglais placés en Allemagne.

La tendance au rapatriement des capitaux étrangers placés en Allemagne est, d'ailleurs, générale à cette époque et on peut même dire que les capitaux anglais sortent de ce pays avec un rythme moins accéléré que ceux des autres pays créanciers de l'Allemagne. En effet, selon le comité Wiggin³, le total des exigibilités pour compte de l'étranger de 26 banques allemandes (représentant 85 % du total des exigibilités des banques alle-

1. V. Ch. Rist, in *Rev. d'Econ. Pol.* « Le mécanisme de l'étalon-or a-t-il été faussé ? », p. 259.

2. § 260.

Fin 1930

<i>Dépôts et traites en livres détenus à Londres pour compte de l'étranger</i>	435.000.000 \$
<i>Traites libellées en livres, acceptées pour compte de l'étranger</i> ..	161.000.000
<i>Exigibilités net du marché de Londres</i>	275.000.000

Mars 1931

<i>Dépôts et traites en livres détenus à Londres pour compte de l'étranger</i>	407.000.000
<i>Traites libellées en livres, acceptées pour compte de l'étranger</i> ..	153.000.000
<i>Exigibilités net du marché de Londres</i>	254.000.000

3. V. sa réimpression par l'*Economist*, p. 6.

mandes) s'élevait le 31 mars 1931 à 5.639 millions de Rmks, dont 1.153 millions représentaient des avoirs anglais. A la mi-juillet (époque de leur congélation)¹, le total n'est plus que de 4 393 millions Rmks et la partie anglaise de 1 051 millions soit 23,9 % du total contre 20,4 % qu'elle représentait au mois de mars.

L'exode des capitaux reprend à Londres dans la deuxième quinzaine du mois de juillet et avec une allure qui, bientôt, va devenir inquiétante. Cet exode n'est pas dû au rapatriement des exigibilités des banques françaises à Londres ; il faut le dire car la presse d'outre-Manche², a, maintes fois, prétendu le contraire. Comme l'a solennellement déclaré à la Chambre des Communes³, M. Snowden, alors chancelier de l'Echiquier, « les banques françaises ont maintenu pendant la crise leurs exigibilités à Londres intactes ».

Durant les deux dernières semaines de juillet la Banque d'Angleterre perdit 30 millions de livres d'or de son encaisse qui tomba à 133 millions de livres et cela malgré le soutien par la Banque de France du cours de la livre, au moyen d'achats importants de devises britanniques.

Au début, la Banque d'Angleterre espéra que ce drainage serait vite arrêté et elle s'était contentée d'élever son taux d'escompte à 3.1/2 % (23 juillet) et puis à 4.1/2 % le 30 juillet. D'autre part, poursuivant sa politique de stabilité, elle a voulu parer au resserrement des instruments de paiement, qui résultait des sorties du métal jaune, en augmentant le montant de son émission fiduciaire. Elle exerça donc le droit qui lui avait été conféré par la section 8 (n° 1) du Bank Act de 1928 et demanda à la Trésorerie l'autorisation d'accroître, pour six mois, son émission fiduciaire jusqu'à 275 millions de livres,

1. En septembre 1931 il a été signé à Bâle un accord tendant à prolonger pour six mois (1^{er} sept. 1931, 29 févr. 1932) tous les crédits consentis par l'étranger aux banques et à l'industrie allemande et non remboursés à leur échéance. Cet accord fut remplacé à son expiration, par l'accord de Berlin de 1932, conclu pour une année. L'accord de Berlin (1933), conclu aussi pour une année est venu remplacer récemment celui de 1932.

2. V. aussi P. Einzig, *The Tragedy*, etc..., p. 70.

3. *Déb. Parl. Chamb. des Comm.*, t. CCLVI, p. 1.297.

habilitation qui lui fut accordée au début du mois d'août ¹

Nous avons eu l'occasion de parler dans le chapitre précédent de cette politique de stabilité poursuivie par la Banque d'Angleterre et nous y avons constaté que, par ses opérations sur le marché libre, elle visait à augmenter le montant de ses dépôts, toutes les fois qu'une diminution de son encaisse-or l'obligeait à restreindre son émission de billets, afin que la base du crédit restât la même. Nous voyons cette fois, que la stabilité de la base du crédit va être recherchée dans une augmentation du montant de l'émission fiduciaire de billets. Le résultat est le même, mais cette différence de procédure est due probablement à la crainte qu'eût la Banque d'Angleterre — vu la situation anormale — de voir ses clients retirer leurs dépôts, ce qui lui aurait causé des embarras si l'encaisse de son département bancaire — qui comprend les billets émis, non en circulation — n'était pas suffisamment forte.

Mais l'exode des capitaux loin de s'arrêter, s'aggrave et la Banque d'Angleterre doit se résigner à demander le secours de l'étranger. Le 31 juillet un crédit de 50 millions de livres (en francs et en dollars) est accordée par la Banque de France et la Federal Reserve Bank de New-York, à parts égales ; mais telle est la cadence de sortie des capitaux que ce crédit est complètement utilisé dans 15 jours. L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre est, de nouveau menacée. La Trésorerie Anglaise intervient et obtient un nouveau crédit franco-américain de 80 millions de livres (en francs et en dollars). Ce crédit fut accordé à parts égales par un Consortium de banques américaines et un groupe de banques françaises (la moitié sous forme d'un crédit bancaire et l'autre moitié sous forme de bons de Trésor britannique à un an).

Ce crédit, pas plus que le précédent, n'a pu suffire aux offres de livres, consécutives à l'exode des capitaux. La situation devient désespérée. Le 16 septembre la

1. Cette autorisation fut renouvelée régulièrement depuis, selon les dispositions de l'Act de 1928, jusqu'au 31 mars 1933.

sortie des capitaux s'élève à livres 5 millions, le 17 à 10 millions, le 18 à 18 millions et le samedi 19, pour une demi-journée seulement, à 10 millions¹. Le vendredi, 17 septembre, le Trésor britannique demande un nouveau crédit à la France et aux Etats-Unis, mais malgré la bonne volonté de la France² ce crédit n'a pas été obtenu.

Enfin le samedi, 19 septembre, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre se voit obligé d'adresser la lettre suivante au Premier Ministre et au chancelier de l'Echiquier : « Je viens vous annoncer que les crédits de 125 millions de dollars et 3.100 millions de francs de New-York et de Paris respectivement, ont été épuisés et que le crédit de 200 millions de dollars obtenu à New-York par le Gouvernement de Sa Majesté ainsi que les crédits d'un total de 5 milliards de francs négociés à Paris sont, aussi, pratiquement épuisés. Les lourdes demandes de change à New-York et à Paris continuent encore. Et, en plus, la Banque est sujette à un drainage d'or pour compte de la Hollande. Vu ces circonstances et les perturbations qui peuvent naître, la Banque considère qu'il lui serait impossible de répondre aux demandes de l'or, auxquelles elle aurait à faire face une fois que le support de New-York et de Paris n'existera plus. Ainsi la Banque croit de son devoir de vous informer que, selon son opinion, il serait opportun pour l'intérêt national qu'elle soit délivrée de son obligation de vendre de l'or selon les dispositions de la section I, sub-sect. 3 du Gold Standard Act, 1925 ».

A cette lettre le Gouvernement a répondu par la lettre suivante : « Le Gouvernement de Sa Majesté vient de prêter l'attention la plus sérieuse à votre lettre du 19 courant, dans laquelle vous l'informiez des grandes difficultés avec lesquelles vous vous débattiez pour répondre à l'obligation qui incombe à la Banque, d'après le Gold Standard Act, 1925, de vendre de l'or en barres

1. V. *Déb. Parl. Chamb. des Comm.*, t. CCLVI, p. 1.289.

2. La France se proposait de participer à un troisième crédit à concurrence de 32 millions de £. V. *Einzig, The Tragedy*, etc., p. 110.

à toute personne ayant fait demande et selon les conditions du dit Act, et des dangers que vous appréhendez si cette obligation se maintient. Le Gouvernement de Sa Majesté est de l'opinion que la Banque doit prendre telles mesures de protection en ce qui concerne son encaisse-or, qu'elle jugera nécessaires pour l'intérêt national.

Le Gouvernement, de son côté, préparera un Bill, indemnisant la Banque pour toute mesure prise par elle dans cet esprit, et le présentera au Parlement ».

Et, en effet, le lendemain, lundi, le Gouvernement présentait au Parlement le « Gold Standard Amendement Bill » dont il obtenait le vote d'urgence.

Ainsi la sortie des capitaux étrangers — depuis longtemps redoutée —, déterminée par une série de faits qui provoquèrent la méfiance en ce qui concerne aussi bien la politique économique et financière de la Grande Bretagne, que la stabilité de la livre, aboutit, malgré le secours répété de l'étranger, à la suspension de la convertibilité de la livre en or.

Avant d'étudier la suspension de l'étalon-or, nous allons consacrer une section à la critique des mesures prises pour protéger la stabilité de la livre. Cette étude présente un certain intérêt car il a été soutenu plusieurs fois¹, que la Grande Bretagne a délibérément abandonné l'étalon-or.

Section C

Critique des mesures prises pour sauvegarder la stabilité de la livre

Les deux mesures prises pour soutenir la livre pendant la crise de confiance étaient : 1^o la hausse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre et 2^o les crédits obtenus à l'étranger.

1. V. par ex., l'opinion du Pr. Jèze dans son *Cours de Finances Publiques*, 1931-32, p. 186, *in fine*, v. aussi la thèse de M. Stehelin, déjà mentionnée, p. 144.

La manière dont ces deux mesures ont été appliquées fut critiquée. Et, d'autre part les critiques portent encore sur la non-application de mesures qui auraient pu éviter l'abandon de l'étalon-or. Nous allons donc examiner dans cette section l'efficacité 1° de la hausse du taux d'escompte et 2° des crédits obtenus à l'étranger, puis, étudier les autres mesures qui, selon certains, devraient être prises pour soutenir la livre.

1° La hausse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre a été critiquée comme insuffisante. Nous venons de constater, en effet, que le taux de la Banque n'a été élevé qu'à 4 % et le 30 juillet seulement. Est-ce qu'au cas où le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre aurait été élevé à 8 % — et le taux du marché de Londres l'aurait suivi — l'exode des capitaux se serait-elle arrêtée ? Ou même un mouvement d'entrée de capitaux attirés par un intérêt aussi rémunérateur — ne se serait-il pas dessiné, qui aurait permis le maintien de l'étalon-or ?

C'est là l'opinion soutenue par M. Anderson de la Chase National Bank of New-York. Si le taux de l'intérêt sur le marché de Londres était de 8 %, dit M. Anderson, maints étrangers endettés envers Londres auraient emprunté ailleurs pour se libérer et les Anglais eux-mêmes auraient été obligés de rapatrier leurs capitaux s'ils avaient des dettes à Londres. On peut répondre à M. Anderson qu'il était plus que probable que la cadence des entrées des capitaux déterminées par la hausse du taux d'escompte serait de beaucoup inférieure à celle de l'exode des capitaux de Londres, car nous savons que le montant de l'endettement de Londres dépassait de beaucoup ses créances sur l'étranger. On ne peut d'ailleurs penser qu'une hausse du taux d'escompte, aussi appréciable qu'elle eut été, aurait pu attirer d'autres capitaux vers Londres ou même empêcher la sortie de ceux qui s'y trouvaient déjà ; car — et l'exemple de l'Allemagne était là — quand les capitaux sortent parce qu'ils redoutent la baisse de la monnaie en laquelle ils se trouvent investis — baisse qui peut les réduire de 10, 20 ou 30 % — il est puéril de vouloir les retenir en

leur proposant une rémunération, mettons de 2, 3 ou 4 % supérieure à celle qu'ils pourraient trouver ailleurs.

2° Une seconde critique a trait au montant des crédits obtenus à l'étranger. Nous savons que le comité Mac-Millan avait calculé à 254 millions de livres les exigibilités nets de l'étranger sur Londres et que les principales exigibilités de l'Angleterre sur l'étranger étaient « gelées » depuis le mi-juillet. Or, vu un tel montant d'exigibilités sur Londres, la somme de 50 millions de livres, à laquelle s'élevait le premier crédit obtenu pour faire face aux sorties des capitaux n'était-elle pas manifestement insuffisante ?

A cette critique on peut répondre qu'à la fin de juillet, on ne pouvait pas prévoir le développement que les sorties de capitaux devaient prendre. Mais quand le second crédit de 80 millions de livres fut obtenu on était pourtant bien renseigné sur l'importance de l'exode des capitaux. Ici, encore, on peut répondre qu'il ne dépendait pas seulement de la Grande Bretagne d'emprunter¹ et que, d'ailleurs, même si un crédit plus important pouvait être obtenu et sauver la situation pour le moment, il pèserait plus tard — quand il serait remboursé — lourdement sur la balance des paiements britannique.

3° Plus sérieuse est la critique qui porte sur la manière avec laquelle ces crédits ont été employés. Tout d'abord¹ les opérations officielles de soutien de la livre avaient été confiées (après l'obtention du premier crédit) pendant tout le mois d'août à deux banques d'importance secondaire : la British Overseas Bank pour le soutien de la livre vis-à-vis du dollar et l'Anglo-International Bank pour le soutien de la livre contre le franc. Comme en temps normal les opérations de ces banques étaient minimales sur ces deux devises, très vite tout le monde a compris que ces banques agissaient pour le compte des autorités et que le volume de leurs opérations indiquait

1. Il paraît, en effet, que le *Federal Reserve Board* avait des objections contre l'obtention par la Grande-Bretagne de crédits dépassant l'encaisse de la Banque d'Angleterre (130 millions £ environ).

1. V. Paul Einzig, *The Tragedy*, etc..., p. 90.

de combien les crédits franco-américains étaient employés. On pouvait même calculer la marge restante, ce qui facilitait le rôle des spéculateurs. D'ailleurs, la Banque d'Angleterre a elle-même compris cet inconvénient et, dès la fin d'août, elle a confié ces opérations à un certain nombre des « leading Banks ».

Ensuite, les banques qui furent chargées en août et en septembre des opérations du change par l'utilisation des crédits obtenus à l'étranger élevèrent ¹ artificiellement le cours de la livre vis-à-vis du franc et du dollar — croyant augmenter ainsi le prestige ébranlé de la livre — ce qu'a eu comme effet de stimuler encore la demande de francs et de dollars, obtenus moyennant une prime aussi légère.

4° En ce qui concerne la politique de l'or de la Banque d'Angleterre pendant cette période, deux critiques ont été faites :

a. Quelques jours avant la suspension de l'étalon-or, au moment où la fuite devant la livre avait pris l'allure d'une panique, la Banque d'Angleterre a fait, peut-être sans le vouloir, quelque chose pour la précipiter. Voici comment : nous savons que d'après le Gold Standard Act la Banque d'Angleterre était tenue de ne rembourser ses billets qu'en lingots d'or mais la coutume s'était établie, suivant, d'ailleurs, une déclaration de M. Churchill, alors chancelier de l'Echiquier ², que la Banque ne refusât pas de délivrer des souverains si quelqu'un le lui demandait. Or la Banque est venue rompre avec cette coutume juste à la mi-septembre et il est indiscutable que le refus de la Banque de délivrer des souverains eut un mauvais effet psychologique.

b. La Banque d'Angleterre aurait dû laisser diminuer son encaisse sensiblement, avant de demander la suspension de la convertibilité de ses billets. Au moment où elle a formulé cette demande, son encaisse-or montait

1. Ainsi tandis qu'en juillet le cours de la livre vis-à-vis du dollar et du franc était, en moyenne, de 4,857 dol. et 123,871 Frs. respectivement (parité : 4,866 dol. et 124,213 frs.). Il fut relevé à dol. 4,858 et Frs. 123,927 en août et à dol. 4,860 et frs. 123,964. en septembre (moyenne du 1^{er} au 19 sept.).

2. V. *Déb. parl., Ch. des Comm.*, séance du 5-5-1925.

à 135 millions¹ de livres environ, niveau qui n'était pas extraordinairement bas, puisqu'en octobre 1929, par exemple, son encaisse avait baissé à 130 millions.

A cette critique M. Snowden a répondu² en présentant deux arguments pour expliquer les raisons pour lesquelles on n'avait pas laissé diminuer encore l'encaisse de la Banque : 1° parce que les crédits consentis par l'étranger équivalaient à l'encaisse-or de la Banque et 2° parce que quoiqu'il ait été estimé que les sorties des capitaux de Londres, pendant l'été 1931, s'étaient élevées à 200 millions de livres, le Gouvernement avait eu plusieurs raisons de penser qu'il y avait encore des exiguïtés très importantes sur ce marché.

5° Quoique les sorties de capitaux de Londres étaient dues surtout aux craintes d'une baisse de la livre, les doutes que l'on avait aussi au sujet de la solvabilité de certaines banques anglaises fortement engagées en Allemagne, n'ont pas été étrangers à ce mouvement. M. Paul Einzig (*op. cit.*, p. 68), relate le fait suivant, particulièrement caractéristique : la branche londonnienne d'une banque française informa un bill-broker, au mois de juillet, qu'elle n'accepterait plus des bank-bills (effets portant la signature d'une banque) comme garantie des prêts et qu'elle voulait remplacer ces bills par des Bons du Trésor anglais.

Pourtant, il paraît que dès le début de la crise il avait été convenu que toute banque de la City, d'une certaine réputation serait soutenue en cas de difficultés. Mais étant donné qu'aucune déclaration sur ce point n'a jamais été faite et que les facilités accordées à des banques en difficultés étaient accordées avec une telle discrétion que personne autre que celles directement intéressées n'a jamais rien su, ceux qui détenaient des capitaux à Londres pouvaient très bien douter de la solvabilité de leurs banquiers, en se souvenant des événements

1. Les importations d'or en Grande-Bretagne pendant l'année 1931 s'élevèrent à 98 millions livres et les exportations à 133 millions livres il y eut donc une exportation nette d'or de 35 millions livres.

2. V. *Déb. Parl., Chamb. des Comm.*, séance 21-9-1931, vol. CCLVI, p. 1295.

de 1929, quand, la situation étant beaucoup plus aisée, 3 défaillances bancaires avaient eu lieu.

6° Il est quelque peu paradoxal que l'Etat qui se flatte d'être le premier créancier du monde entier, se voit obligé d'altérer sa monnaie à cause de son endettement à court terme. Grand créancier à long terme et débiteur à court terme, la Grande Bretagne, détentrice d'un gros portefeuille de valeurs étrangères, n'aurait-elle pu parer à ses difficultés de l'été 1931 en liquidant une partie des valeurs étrangères que détenaient les résidents en Grande-Bretagne ?

Nous avons déjà vu qu'une pareille mesure avait été appliquée, avec succès pendant la guerre, pour soutenir le cours de la livre. Mais en 1931 la situation n'était pas la même ; il n'était pas du tout probable — vu la méfiance vis-à-vis de la livre — que les détenteurs de ces valeurs auraient voulu s'en désaisir volontairement contre des Bons du Trésor. Et si on recourait au procédé de la confiscation de ces valeurs — comme certains milieux travaillistes l'avaient proposé — le fait même de cette mesure aurait accentué la fuite devant la livre ; le succès de cette procédure aurait nécessité, en outre, (comme le déclarait M. Snowden, aux Communes) l'établissement de la censure des lettres et des télégrammes, sans que son succès puisse être encore garanti.

D'ailleurs, même si le Gouvernement réussissait à obtenir une grande partie du portefeuille dont disposaient les résidents en Grande Bretagne, sa réalisation, qui, pour être efficace, devrait être faite en bloc car le temps pressait, aurait provoqué une nouvelle baisse des valeurs dont les cours étaient déjà assez entamés à la suite du « slump » de 1929. De la sorte une grande partie du portefeuille britannique aurait été aliénée à vil prix.

Enfin, il ne faut pas oublier les effets qu'aurait eu sur l'avenir de l'équilibre économique de la Grande Bretagne une diminution importante du montant des capitaux anglais placés à l'étranger, par la réduction qu'elle aurait impliqué du revenu que la Grande Bretagne tire de ses placements à l'étranger.

On pourrait, pour critiquer la suspension de la convertibilité de la livre, invoquer aussi l'exemple de l'Allemagne qui, quoiqu'ayant traversé des difficultés au moins aussi grandes que celles de la Grande-Bretagne en 1931, a réussi à sauvegarder la valeur du mark, au prix, il est vrai, d'une stricte réglementation du commerce des devises et d'un embargo sur les exportations de capitaux. Mais ces mesures contraires à la longue tradition libérale de Londres, auraient causé de tels préjudices à sa réputation que personne — à notre connaissance — n'a objecté aux autorités britanniques de ne pas avoir recouru à ces mesures, néfastes pour l'avenir de Londres.

De la critique de la politique britannique du soutien de la livre en été 1931, il ressort que, quoique des erreurs de détail aient été commises, on ne peut reprocher à la Grande Bretagne de ne pas avoir fait l'effort nécessaire pour soutenir la valeur de sa monnaie.

Si elle n'a pas réussi, c'est qu'elle avait tenté l'impossible.

Nous avons longuement exposé l'instabilité de l'équilibre monétaire britannique depuis la revalorisation de 1925. La crainte d'une crise de confiance que pouvait provoquer la brusque sortie des capitaux flottants qui se trouvaient à Londres, pesait toujours sur la livre. D'autre part, la situation économique de la Grande Bretagne ne lui permettait pas d'envisager ce problème à fond. Elle s'est ainsi contentée, pendant les six années qui séparent la revalorisation de la livre de la crise de 1931 d'une politique que nous avons appelée « d'expectative ». Quand la crise de 1931 s'est déclenchée (avec la violence que nous savons) et que la fuite des capitaux a pris l'allure d'une panique, peu d'espairs restaient de sauver la livre et malgré les efforts désespérés du dernier moment, elle devait succomber.

CHAPITRE II

LA SUSPENSION DE L'ETALON-OR

Ainsi que le Gouvernement l'avait affirmé dans sa lettre à la Banque d'Angleterre du 20 septembre, il se présentait le lendemain au Parlement et demandait le vote d'urgence du « Gold Standard Amendment Bill » qu'il obtenait .

Le « Gold Standard Amendment Act 1931 » est composé d'une section divisée en trois sous-sections. C'est la première de ces sous-sections qui délivre la Banque de son obligation de vendre de l'or à un prix fixe. La deuxième rend la Banque indemne de tout ce qu'elle aurait fait en contravention du Gold Standard Act 1925, depuis le 18 septembre 1931.

La troisième sous-section donne le pouvoir à la Trésorerie pour six mois, de régler le commerce des devises, en émettant des Ordonnances. Sous l'empire de cette autorisation une seule Ordonnance de la Trésorerie fut émise, celle du 22 septembre dont nous aurons à parler et qui a été retirée le 3 mars 1932. Néanmoins, le 7 mars 1932, le Gouvernement demandait au Parlement la prolongation, pour un an, de l'autorisation de la sous-section 3 du Gold Standard Amendment Act 1931 afin que le chancelier de l'Echiquier puisse intervenir effectivement si la nécessité se présentait¹.

Si la durée de la sous-section 3 fut limitée à 6 mois

1. V. *Déb. Parl. Chamb. des Comm.*, t. CCLXII, p. 1973.

aucune limitation analogue ne figure en ce qui concerne les deux autres sous-sections de cet Act dont la durée est illimitée (*for the time being*). Cette distinction de durée entre les deux premières et la dernière sous-section de cet Act, est très nettement formulée dans l'Act lui-même et résulte indiscutablement du discours de M. Snowden, chancelier de l'Echiquier, au moment de l'introduction du *Gold Standard Amendment Bill* à la Chambre des Communes¹. Si nous insistons ici c'est parce que trop souvent dans des articles de revues étrangères ont affirmé que l'étalon-or fut suspendu en Grande Bretagne pour six mois par le *Gold Standard Amendment Act*. Ce qui est tout à fait inexact.

Le jour même de la suspension de l'étalon-or le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre fut élevé à 6 %.

Ainsi la livre, six années et demi seulement après sa revalorisation, était encore une fois détachée du métal jaune et livrée aux vagabondages d'une monnaie inconvertible. L'événement, quoiqu'ayant surpris le peuple, fut considéré comme heureux par l'opinion publique. La presse populaire l'a considéré comme une victoire et quelques-uns se rapportant à la récente mutinerie de la flotte, considérée comme le coup de grâce à l'étalon-or, disaient avec humour : « voilà, que pour une fois encore c'est la flotte qui a sauvé l'Angleterre ».

En effet, la baisse de la livre qui suivrait la suspension de sa convertibilité, ferait disparaître d'un coup la plupart des inconvénients que la revalorisation de 1925 avait causés ; le fardeau des charges fixes serait allégé, les salaires réels baisseraient, les exportations seraient stimulées et une reprise des affaires suivie d'une diminution du nombre des chômeurs serait à espérer.

Il est vrai, d'autre part, que cette baisse de la livre diminuerait le montant — en or, — des placements britanniques à l'étranger et les revenus que la Grande Bretagne en tirerait, ainsi que d'autre part, elle augmenterait, en livres, la charge des dettes anglaises vis-à-vis

1. *V. Déb. Parl. Chamb. des Comm.*, t. cclvi, pp. 1459-62.

de l'étranger. De plus, la situation de la livre comme monnaie internationale serait diminuée en raison de l'instabilité de sa valeur, instabilité qui aurait aussi de mauvaises conséquences pour le commerce extérieur de la Grande Bretagne. Mais au début de tout changement on est disposé de ne voir que le côté rose.

Du point de vue international, la chute de la livre causait un véritable chaos monétaire. Outre les pertes subies par les particuliers et les banques détentrices de créances en livres, la plupart des Instituts d'Emission, qui détenaient aussi des avoirs en livres subissaient des pertes importantes et des mesures spéciales étaient prises pour les couvrir (par exemple en France, Belgique, Hollande, Pologne). D'ailleurs, pour plusieurs banques centrales, la chute de la devise anglaise fut fatale et les amena à suspendre la convertibilité de leurs billets et à suivre la livre, vu que leurs encaisses étaient constituées par des avoirs en livres.

Ce ne sont pas seulement des raisons de couverture, mais aussi de pures raisons commerciales qui ont amené plusieurs pays, à raccrocher plus ou moins étroitement, leurs monnaies à la livre. Ainsi pour une de ces raisons, le cours forcé en Grande Bretagne était suivi dans l'espace de quelques jours, par l'abandon de l'étalon-or en Norvège, Suède, Finlande, Danemark, Portugal, Egypte, Palestine, Siam et, sauf quelques exceptions, par les pays formant l'Empire britannique.

Les membres de l'Empire Britannique qui n'ont pas suivi la Métropole dans la dépréciation de sa monnaie, sont l'Afrique du Sud, qui n'a adhéré au bloc sterling qu'en décembre 1932, le Canada dont la monnaie s'était dépréciée avant l'abandon de l'étalon-or par la Grande Bretagne et, après cet événement, n'a pas suivi le cours de la livre (voir ce que nous disons dans notre Introduction), le British Honduras et le Hong-Kong, à monnaie rattachée au métal-argent. Par contre, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, dont les monnaies étaient dépréciées vis-à-vis de la livre, ont conservé le même taux de dépréciation vis-à-vis de la livre même après sa chute.

Les monnaies des pays que nous venons de mentionner ont suivi de près la livre dans sa dépréciation et constituent ce qu'on appelle le « bloc sterling » ou les « monnaies satellites » de la livre. Outre les monnaies de ces pays, dont la valeur sur le marché des changes suit de près celle de la livre, il y a encore d'autres monnaies qui ont été amenées à abandonner l'étalon-or à la suite de la secousse causée par la chute de la livre : telles que le yen japonais (décembre 1931), la drachme hellénique (avril 1932) et la plupart des monnaies sud-américaines (par exemple Bolivie, Colombie), mais leurs cours sont indépendants de celui de la livre.

Au surplus, la plupart des pays qui sont restés fidèles à l'or ont dû prendre de telles mesures, restrictives du commerce des devises, qu'on peut dire qu'ils n'ont gardé l'étalon-or qu'en théorie. De sorte que, tandis qu'avant le 21 septembre 1931, presque tout le monde civilisé adhéraît à l'étalon-or, aujourd'hui les Etats qui maintiennent un étalon-or effectif ne sont plus que 4 ou 5. Bien entendu, nous ne voulons pas dire par ceci que c'est le cours forcé de la livre qui est la cause première de ce désarroi monétaire, mais en tout cas il y est pour quelque chose.

TROISIÈME PARTIE

La politique Britannique depuis la suspension de l'étalon or

Vis-à-vis de la situation nouvelle créée au lendemain du 21 septembre, quelle fut la politique britannique ?

Le chancelier de l'Echiquier, M. Neville Chamberlain, parlant aux Communes le 17 novembre 1931 (*V. Débats*, tome CCLIX, p. 665), déclarait que les objectifs immédiats de sa politique étaient : 1° la sauvegarde de l'équilibre budgétaire, 2° l'amélioration de la balance commerciale et 3° le maintien du pouvoir d'achat de la livre à l'intérieur du pays, ce qui impliquait aussi un remède à de nouvelles et par trop amples fluctuations du cours de la livre sur le marché des changes.

En effet, si l'on étudie la politique économique et financière britannique depuis la suspension de l'étalon-or jusqu'à l'heure présente (premier trimestre de l'année 1933) on est forcé d'affirmer que le programme de M. Chamberlain a été scrupuleusement suivi.

Nous allons donc étudier en trois chapitres successifs *a.* la politique budgétaire de la Grande Bretagne, *b.* la politique commerciale, *c.* la politique monétaire.

CHAPITRE PREMIER

POLITIQUE BUDGETAIRE

S'il est vrai, comme nous le disions plus haut, que le problème de l'équilibre budgétaire ne s'est jamais sérieusement posé en Grande Bretagne depuis 1921, et que M. Snowden n'a pas eu trop de difficultés à combler le déficit évalué à 75 millions de livres, pour l'année 1931-32 il n'en reste pas moins qu'un budget s'élevant à 803 millions de livres (1931) et absorbant presque le quart du revenu national (évalué à 3.332 millions de livres), est un budget qui pèse beaucoup trop lourdement sur l'économie d'un pays.

L'allègement du fardeau budgétaire pouvait être obtenu de deux manières : 1° par une hausse des prix, qui aurait pu accompagner la dépréciation de la livre sur le marché des changes ; mais quoique les autorités britanniques se soient maintes fois déclarées en faveur d'une hausse des prix mondiaux, elles se sont, par contre, opposées énergiquement à toute hausse des prix en Grande Bretagne, c'est-à-dire, à toute diminution du pouvoir d'achat de la livre.

2° Cette solution une fois écartée, il ne restait que la voie normale de la diminution des dépenses. Mais cette diminution était-elle possible ?

M. Snowden, en septembre 1931, avait effectué toutes les économies possibles et pourtant le budget présenté par M. Chamberlain le 19 avril 1932 s'élevait encore à 766 millions de livres, sans compter le service de la dette

vis-à-vis des Etats-Unis que M. Chamberlain avait « écarté » de ses dépenses comme il avait « écarté » de ses recettes le service des dettes intergouvernementales en faveur de la Grande Bretagne, ainsi que la part britannique dans les réparations allemandes. De sorte que le budget de l'exercice 1932-33, était sensiblement égal au budget de la période précédente.

Telle étant la situation, pouvait-on espérer des dégrèvements fiscaux en 1932-33, pourtant indispensables à un pays aussi lourdement taxé¹ que la Grande Bretagne? A première vue cela semblait probable car l'année 1932-33, allait être la première pendant laquelle fonctionnerait le système protectionniste en Angleterre et la possibilité d'établir ce système était toujours considérée comme un réservoir de ressources fiscales, en cas de nécessité.

Dans le budget de 1932-33, M. Chamberlain prévoyait, des différents droits d'entrée, un revenu de 174 millions de livres, au lieu de 136 millions perçus pendant la gestion précédente. Mais, malgré cette importante augmentation, résultat de la nouvelle politique protectionniste, les dégrèvements fiscaux étaient impossibles. En 1931, en effet, le budget avait été alimenté, pour partie, par des ressources présentant un caractère exceptionnel et dont les principales étaient, d'une part le prélèvement de £. 12.750.000² sur le Fonds de garantie du change, et d'autre part, le versement, en janvier 1932, des trois quarts de l'impôt sur le revenu par certaines catégories de contribuables, dont le versement s'effectuait encore en 1930-31, moitié en janvier et moitié en juin. En sorte

1. La Trésorerie britannique a établi la statistique suivante faisant ressortir l'importance des charges fiscales par habitant dans les principaux pays : Grande-Bretagne : £ 16-8 / ; France : £ 9-12 / ; États-Unis (Impôts fédéraux) : £ 5-0 / ; Allemagne (Impôts fédéraux) : £. 5-15 / ; Italie : £ 4-10 / . Et il faut ajouter aussi que les charges fiscales sont réelles en Grande-Bretagne car l'art de tromper le fisc est presque inconnu. Ces chiffres, évidemment, n'ont qu'une valeur relative, car pour juger de la grandeur des charges fiscales il faut prendre aussi en considération d'autres éléments que celui de la charge par tête d'habitant. V. A. Angelopoulos, *Charges fiscales et dépenses publiques*, (Allemagne, France, Grande-Bretagne, Italie), Paris, 1931.

2. Dans son budget d'avril 1931, M. Snowden avait prévu un prélèvement de 20 millions de £.

que le budget de l'année 1931-32 a bénéficié d'un supplément dont les exercices à venir ne pourraient plus en bénéficier.

Pour que les dégrèvements fiscaux soient possibles il fallait une diminution des dépenses et d'autres économies étant impossibles, il ne restait qu'à s'attaquer aux charges fixes. C'est dans cette voie qu'était entrée, dès 1921, la politique budgétaire britannique, par les conversions entreprises des différentes catégories d'emprunts. Mais, vu l'énormité de la dette publique et le taux d'intérêt relativement élevé à Londres depuis la guerre, les résultats de cette politique n'ont pas été appréciables. Ce n'est qu'en 1932 que la politique des conversions appliquée avec une énergie incomparable, aboutit à quelques résultats substantiels. Les conversions de 1932, avaient été, d'ailleurs, minutieusement préparées¹ et favorisées par la baisse, sans précédent, du loyer de l'argent sur le marché de Londres, en 1932.

Le 30 juin, à 9 h. 10 du soir, la séance de la Chambre des Communes était interrompue et M. Chamberlain annonçait le projet gouvernemental de conversion du war Loan 5 %. Il s'agissait là, de la plus grande opération de ce genre, que le monde ait jamais connue, portant sur un capital à convertir de £. 2.084.994.086. A cause de son importance, elle mérite que nous nous arrêtions un peu à son étude.

La conversion aurait lieu au pair, et à partir du 1^{er} décembre 1932, les titres du War Loan 5 % seraient remplacés par des titres 3.1/2 % ou leurs porteurs seraient remboursés. Les porteurs des titres 5 % devaient faire savoir à la Trésorerie avant le 30 septembre 1932 s'ils préféraient la conversion au remboursement et tous ceux qui n'auraient pas déclaré leur volonté jusqu'à cette date, seraient considérés comme consentant à la conversion. En outre, pour hâter l'opération, une bonification

1. V. par ex., dans le *Bulletin de Stat. et de Lég. comparée du Ministère des Finances* (n° février 1932, p. 412) la 3^e partie du Finance Act 1931 (n° 2) qui contient une série de dispositions, d'ordre général, en vue du remboursement du War Loan 5 % (1929-47).

en espèces, d'une livre par paquet de 100 livres de titres convertis, serait accordée à tous ceux qui auraient consenti à la conversion avant le 31 juillet. Cette bonification était exempte de tout impôt, mais aucune exemption fiscale n'était prévue sur les titres du nouvel emprunt.

Afin que le succès de la conversion fut assuré, aucune mesure n'a été négligée et la technique déployée par la Trésorerie britannique a été justement admirée par le monde entier. Nous nous bornons à mentionner deux de ces mesures : *a.* le lendemain de l'annonce officielle de la conversion le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre était abaissé à 2 % afin que le bon marché de l'argent sur la place de Londres s'accroût et *b.* le chancelier de l'Echiquier, en annonçant le projet de conversion, avait exprimé l'espoir que les milieux financiers de la Cité contribueraient au succès de la conversion en s'abstenant, momentanément, de prendre part à des émissions importantes de titres. Ce qui signifiait l'embargo sur les nouvelles émissions de titres et la monopolisation par le Trésor, des disponibilités du marché de Londres, pour ses opérations de conversion.

Cette mesure de secours, quelque peu artificielle, était indispensable au succès de la conversion dont la hardiesse — comme la grandeur — se révélait sans précédent. En effet, une des premières règles que doit suivre toute opération de conversion — on la trouve formulée dans n'importe quel manuel de finances publiques — est, qu'il soit impossible pour les porteurs de se procurer sur le marché, des titres offrant, à qualité égale, plus d'avantages que ceux proposés par le Gouvernement en échange des rentes à convertir. Or, si au moment de sa conversion le War Loan 5 % dépassait légèrement le pair, il y avait sur le marché, des titres d'emprunts du Gouvernement à 3 1/2 % dont le cours ne dépassait pas 94 %¹.

Quoiqu'il en soit, l'opération a pleinement réussi ; sur £. 2.084.999.086, valeur nominale de l'emprunt à

1. V. *Le Temps financier*, 25 juillet 1932.

convertir, il n'y a eu qu'une fraction relativement petite, de £. 165 millions à ne pas avoir été convertie et que le Gouvernement eut à rembourser, après le 1^{er} décembre 1932.

L'économie brute qui résulta de cette conversion est calculée à 30 millions de £, mais comme la diminution de l'intérêt du War Loan entraîne une diminution du revenu des porteurs et par conséquent du rendement de la super-tax et de l'income-tax, l'économie nette pour le Trésor ne sera que de 23 millions de livres.

A côté de ces résultats, ceux des autres conversions apparaissent comme presque insignifiants mais ils montrent néanmoins la continuité d'une politique dont les bons résultats sont indiscutables¹.

Ainsi depuis la suspension de l'étalon-or, la Grande Bretagne a fait des progrès réels dans la voie de diminution des charges budgétaires, et, comme le remarquait M. Chamberlain aux Communes (*Débats Parlementaires*, tome CCLXVII, p. 2121-8), l'industrie et le commerce britanniques s'apercevront sous peu des profits qu'ils tireront de cette politique favorable pour eux, non seulement du point de vue des dégrèvements fiscaux qu'elle entraînera, mais aussi de la baisse du taux d'intérêt qu'elle a provoquée, baisse à laquelle tout industriel et commerçant est directement intéressé.

1. V. le n° spécial que l'*Economist* consacra aux conversions de 1932 (5 nov. 1932). Les opérations auxquelles nous faisons allusion sont les suivantes : a) octobre 1932, émission de 150 millions £ de bons à 5 ans au taux de 2 % pour remplacer 140 millions de bons à 4 1/2 % venant à échéance ; b) novembre 1932. Emprunt de 300 millions livres au taux de 3 % émis à 97.50. Cet emprunt fut en partie employé pour rembourser les 165 millions-livres du war-loan non converti. c) Mars 1933, conversion d'une partie de la dette flottante en dette à moyen terme (10 ans) par l'émission de bons à 2 1/2 %. Ces bons seront souscrits par tranches chaque semaine en même temps que les autres bons du Trésor qui sont mis aux enchères chaque vendredi. Cette conversion était rendue nécessaire à la suite du gonflement de la dette flottante en 1931 qui avait résulté du fonctionnement de l'Exchange Equalization Account et du paiement aux États-Unis de l'échéance du 15 décembre 1932 dont nous aurons à parler.

CHAPITRE II

POLITIQUE COMMERCIALE

Il a été plusieurs fois répété que, depuis la guerre la Grande Bretagne n'était libre-échangiste qu'en théorie — parce qu'elle manquait d'un tarif général — mais qu'en réalité, depuis l'introduction en 1915 des droits Mac-Kenna, elle était devenue protectionniste. Quoiqu'exagérée, cette affirmation, n'était pas tout à fait inexacte.

Le déficit croissant de la balance commerciale, d'une part, et les difficultés d'équilibre budgétaire d'autre part, inclinaient le Gouvernement britannique vers l'établissement de droits aux importations, mais il était difficile de faire ce pas décisif et d'adhérer officiellement au protectionnisme, l'opinion publique anglaise étant convaincue de l'utilité du libre-échange. Il a fallu les désastres de 1931 et le déficit énorme de la balance commerciale pendant cette année pour la convertir au protectionnisme.

Les élections d'octobre 1932, quoique n'ayant pas été faites sous la bannière du protectionnisme, amenèrent au Parlement une grande majorité protectionniste ; et pourtant le Gouvernement National, comprenant des libres-échangistes convaincus, hésitait à entrer dans la voie de cette politique. C'est pourquoi les premières mesures protectionnistes prises depuis septembre 1931, bien qu'établissant des droits d'entrée très élevés, portent le caractère de mesures provisoires ou anti-somptuaires.

Ainsi l'« Abnormal Importation Act » (novembre 1931), qui accordait au Gouvernement le pouvoir discrétionnaire de frapper tout produit donnant lieu à des importations jugées anormales, d'une taxe de 100 % de sa valeur, au maximum, avait une durée limitée à 6 mois. En vertu de l'autorisation qui lui fut accordée par cet Act, le Gouvernement a émis 3 décrets établissant des droits « ad valorem » — comme valeur imposable est prise la valeur inscrite sur les factures — de 50 % sur différentes catégories de marchandises, telles que : objets d'outillage industriel, articles de bonneterie, de soie ou de coton, et articles de toilette, fils et tissus de lin, armes, articles de photographie etc...

Le caractère de l'« Horticultural Products (Emergency Customs Duties) Act » (décembre 1931) ayant pour but de frapper les importations des produits agricoles de luxe — légumes frais ou fruits et fleurs naturelles — est de même nature, avec cette différence que la durée en était fixée à une année.

Mais ces mesures ne parurent pas efficaces et le déficit de la balance commerciale pendant la fin de l'année 1931 et les premiers mois de 1932, n'a pas diminué¹.

C'est alors que le Gouvernement britannique, — après maintes hésitations et après que ses membres libéraux s'aient vu reconnaître le droit de combattre le projet gouvernemental et de voter contre, au Parlement — a décidé d'entrer franchement dans la politique protectionniste et présenta au Parlement le « Import Duties Bill » qui, ayant obtenu le vote de la grande majorité du Parlement, devint l'« Import Duties Act 1932 » (29 février)

Cet Act marque l'abandon du libre-échange et l'entrée sans détours dans la voie du protectionnisme. Car, il contient, en effet, le premier tarif général d'une durée illimitée, que les Anglais aient connu. Ses principales

1. Il ne faut pas toutefois oublier que la menace de l'établissement des droits d'entrée stimula les importations à la veille de la passation de l'« Abnormal Importation Act » comme aussi à la veille de la passation de l'« Import Duties Act », dont nous aurons à parler.

dispositions sont les suivantes : 1^o un droit de douane de 10 % est introduit sur tous les produits importés sauf certaines exceptions : *a.* les importations soumises à d'autres droits d'importation, comme celles soumises au tarif institué à la suite de l' « Abnormal Importation Act », par exemple, sont exemptées du nouveau droit de 10 %, *b.* certains produits mentionnés sur une liste d'importation libre, soit surtout des matières premières (minerais, charbon, caoutchouc, matières premières textiles etc.) et quelques articles alimentaires (viande, maïs, blé¹) échappent au droit de 10 % ; *c.* en outre, dans les sections 4 à 6, la préférence Impériale est établie et en attendant l'issue de la conférence qui devait se réunir à Ottawa, les importations d'origine Impériale étaient exemptes du droit de 10 % jusqu'au 15 novembre 1932

2^o La formation d'un comité appelé « Import Duties Advisory Committee » est prévue et une fonction importante est attribuée à ce Comité : la charge de faire des recommandations à la Trésorerie en ce qui concerne les nouvelles exemptions de droits d'entrée à admettre, et les suppressions d'exemptions existantes

3^o La Trésorerie obtient l'autorisation d'imposer, après consultation des Départements intéressés, par des droits supplémentaires les articles de luxe ou les articles « produits ou susceptibles d'être produits, dans un laps de temps raisonnable dans le Royaume-Uni en quantité sensiblement correspondante à la consommation de ce pays », ainsi que d'exempter de tous droits protecteurs, certains produits. Mais pour que des droits supplémentaires soient établis par la Trésorerie, il faut une recommandation du Comité consultatif et la Trésorerie n'a pas le droit d'instituer des tarifs plus élevés que ceux recommandés par cette Commission. On voit donc bien l'importance de l' « Import Duties Advisory Committee », dont les trois membres ont été nommés

1. En ce qui concerne les importations de blé par le Wheat Act (24 février 1932) un contingentement était établi avec garantie de bénéfices pour les producteurs nationaux, sorte de droit d'entrée dissimulé.

e lendemain de la promulgation de l'« Import Duties Act » et qui depuis travaille régulièrement.

L'« Import Duties Act » marqué d'ailleurs une tendance de coordination dans le système des tarifs Anglais système aussi complexe qu'incohérent, formé de la juxtaposition de lois visant à la protection de telle ou telle production ou à la création de recettes purement budgétaires.

Cette tendance, commença à se réaliser bientôt car le 19 avril 1932, en vertu de la section I, subs. 3 de l'« Abnormal Importation Act » — qui devait expirer un mois plus tard — les trois décrets émis en novembre 1931, que nous venons de mentionner ont été supprimés. D'un seul coup, les articles mentionnés dans ces décrets cessaient d'être soumis au droit de 50 % et puisqu'il s'agissait d'articles qui, n'étaient plus soumis à un droit d'entrée spécial, et n'étant pas mentionnés sur la liste d'exemptions selon l'« Import Duties Act », le droit général de 10 % leur devenait applicable. Mais évidemment, un droit de 10 % était insuffisant pour remplacer un droit de 50 % ; c'est pourquoi le même jour (19 avril) était promulgué l'« Additionnal Import Duties (N° 1) Order » qui ajoutait des droits supplémentaires (payables, c'est-à-dire, en plus du droit général de 10 %) de 10, 15, 20 et 25 % sur plusieurs catégories d'articles. On constate donc qu'à la suite de cette Ordonnance certains des droits protecteurs devinrent moins prohibitifs dans la mesure où ils étaient englobés dans le système de l'« Import Duties Act ».

La tendance manifeste de la politique douanière britannique est de s'orienter, dès lors, vers l'absorption de toutes les mesures protectionnistes par le système de l'« Import Duties Act », de sorte que nous croyons inutile de poursuivre plus longtemps l'étude de cette politique. Elle ne présente plus aucun intérêt particulier, l'émission de l'« Additionnal Import Duties Orders » ou des « Duties Exemption Orders » qui ont suivi l'« Ordre » du 19 avril, étant de simples manifestations de la tendance que nous venons de signaler.

Nous devons mentionner, d'autre part, la mise en application des accords conclus à Ottawa, en août 1932. Selon ces accords, — ou plutôt ces projets de Traités de Commerce — conclus entre la Grande Bretagne, et l'Australie, le Canada l'Afrique du Sud, l'Inde, le New Foundland, la Nouvelle Zélande et la Rhodésie du Sud, la préférence impériale accordée par l' « Import Duties Act » venant à échéance le 15 novembre 1932 continuerait à être appliquée et d'autre part le Gouvernement Britannique s'engageait à établir des droits d'importation sur certains produits, exempts jusqu'alors de tout tarif douanier, ainsi qu'à augmenter les droits sur certains autres. Après la création de la législation¹ nécessaire, les Accords d'Ottawa ont été mis en vigueur le 15 novembre 1932.

* * *

Nous voyons donc, d'après ce bref aperçu², quelle fut la politique commerciale, imbue de protectionnisme, que la Grande Bretagne appliqua depuis le débâcle de la livre. Il n'est nullement dans notre dessein de faire ici sa critique pas plus que celle du protectionnisme, nous voulons seulement examiner si les buts que le Gouvernement britannique se proposait en suivant cette politique, ont été atteints. Au début de ce chapitre nous écrivions qu'en préconisant une politique protectionniste, la Grande Bretagne se proposait deux desseins : 1° créer des ressources budgétaires (et nous avons vu si elle a réussi) et 2° diminuer le déficit, sans cesse croissant,

1. Notons que pour la continuation de la préférence impériale une ordonnance de la Trésorerie suffisait mais des actes législatifs étaient nécessaires pour l'application d'autres dispositions. V. sur les Accords d'Ottawa, l'*Economist* du 22 octobre 1932 et l'*Europe Nouvelle* du 5 novembre 1932.

2. V. les textes mentionnés ci-dessus dans A.-S. Hawey « The general Tariff of the United Kingdom » (Londres, 1933). Il est difficile de trouver un exposé systématique de la réforme douanière britannique. V. cependant la courte étude que fait M. Vienot dans le chap. IV, de la II^e partie de sa thèse, déjà mentionnée. Nous regrettons, d'autre part, de ne pouvoir recommander la lecture du chapitre V de la thèse (1932) de M. Courtois de Viçose, qui est consacré à la réforme douanière de la Grande-Bretagne, parce qu'il contient de nombreuses inexactitudes regrettables et faisant contraste avec plusieurs autres chapitres de sa thèse qui sont fort bien documentés.

de la balance commerciale. Voyons donc quels furent les résultats du protectionnisme sur ce point :

Nous avons dit plus haut que, malgré les mesures protectionnistes prises depuis novembre 1931, la balance commerciale britannique était loin de s'améliorer vers la fin de l'année 1931 et le début de 1932, et nous avons même essayé de donner une explication à cette évolution. Quoiqu'il en soit, le déficit de la balance commerciale qui se montait à 110,2 millions de £ pour le dernier trimestre 1930 et à 97,8 millions de livres pour le troisième trimestre 1931, s'élève à 138,2 millions de livres pour le 4^e trimestre 1931. En janvier 1932, la balance semble s'améliorer et le déficit ne monte qu'à 25,9 millions de livres contre 31,9 millions en janvier 1931. Mais avec la prévision du vote de l'« Import Duties Act », les importateurs s'empressent de s'approvisionner à l'étranger avant que le tarif général ne soit établi et en février le déficit s'élève à 34,7 millions de livres contre 26 millions en février 1931.

Depuis le mois de mars et jusqu'à la fin de l'année 1932, le déficit de la balance commerciale diminue sensiblement et ne monte guère pour l'année 1932 qu'à 287 millions de livres contre 406,8 millions de livres en 1931, et 386,4 en 1930.

A quoi est-elle due cette diminution de 120 millions de livres ? Les libres-échangistes convaincus prétendent que les tarifs n'y sont presque pour rien et que c'est à la baisse de la livre, qu'il faut attribuer la diminution du déficit¹. Nous croyons pour notre part, que, la dévalorisation de la livre aussi bien que le protectionnisme y sont pour quelque chose, et voici pourquoi ; la diminution des importations en 1932 par comparaison à 1931, est de 145 millions de livres (total des importations : 797,4 millions de livres en 1931, 652,2 millions de livres en 1932)².

1. V. *The Economist, Commercial History and Review of 1932*, p. 3.

2. Bien entendu il s'agit des importations retenues en Grande-Bretagne, les importations réexportées n'exerçant pas d'influence sur la balance commerciale. Les importations du métal argent sont exclues de ces chiffres.

Si d'autre part, nous cherchons quelles sont les catégories de produits dont les importations ont le plus diminué, nous constatons que ce sont justement celles pour lesquelles le protectionnisme a été le plus sévère. Ainsi tandis que les importations des produits manufacturés, qui étaient d'une valeur de 244,3 millions de livres en 1931, baissent à 145,9 millions de livres en 1932, les importations des matières premières, qui pour la plupart ne subissent pas des droits d'importation, ne diminuent que très peu (147,3 millions de livres ; en 1931, contre 140,9 millions £ en 1932). Si donc, la diminution des importations était principalement due à la baisse de la livre, elle devrait être à peu près uniforme à toutes les catégories de produits importés et une différence telle que celle que nous avons relatée plus haut, entre la stabilité en ce qui concerne les importations des matières premières et le fléchissement, si accentué, des importations d'articles manufacturés, serait difficilement explicable.

Si l'influence du protectionnisme paraît prédominante, quant à la diminution des importations au contraire en ce qui concerne les exportations britanniques il n'y a pas de doute que la baisse de la livre les ait stimulées, parce qu'elle constitue une sorte de prime à l'exportation. C'est ce qui explique la stabilité relative des exportations britanniques en 1932, qui s'élevèrent à 365,1 millions de £, contre 390,6 millions de £ en 1931, présentant ainsi une diminution de 6,7 % seulement, tandis que pour cette même année la diminution a été de 40,2 % pour l'Allemagne et de 35,3 % pour la France¹.

Il est vrai que la baisse de la livre rend moins comparables, les valeurs, en livres, des importations et exportations britanniques pour les années 1931, 32, mais, même si l'on considère le commerce extérieur britannique pendant ces deux années, en volume, on arrive à des résultats analogues. Le Board of Trade a établi un indice du commerce extérieur britannique particulièrement inté-

1. V. *The Economist*, 28 janvier 1933, *World Trade in 1932*.

ressant. Selon cet indice (base 1930 : 100), les importations - non réexportées — qui s'étaient élevées à 103 pour l'année 1931 baissent à 91 en 1932 (produits manufacturés 102 en 1931 et 65 en 1932) tandis que les exportations restent stables à 77 pour les deux années. On constate donc, d'après ces chiffres, que la légère baisse, des exportations britanniques en valeur, est simplement due à la baisse des prix, car aucune diminution dans le volume des exportations britanniques n'a été enregistrée entre 1931-32

Cette amélioration sensible de la balance commerciale continuera-t-elle ? Il est trop tôt pour le dire ; mais pour notre part, nous sommes enclins à le croire, bien que le début de l'année 1933 ne soit guère encourageant.

Il faut, toutefois, remarquer que la diminution, tant du commerce spécial — malgré l'amélioration de la balance commerciale qui en résulte — que du commerce général de la Grande-Bretagne, ne va pas sans de nombreux inconvénients car une grande partie de la population vit du commerce et l'utilisation du port de Londres comme entrepôt des marchandises destinées au monde entier procure de nombreux profits à la Grande Bretagne. Or, depuis quelques années tant le commerce général que le commerce spécial britanniques sont en régression très marquée ; les chiffres suivants le montrent éloquentement :

	Commerce général	Commerce spécial
	en 000 Livres	
1924.....	2.218,4	1.938
1929.....	2.059,8	1.840,4
1930.....	1.701,6	1.527
1931.....	1.325,8	1.188
1932.....	1.119,1	1.017,3

C'est peut-être dans cette diminution qu'il faut chercher la cause de l'augmentation du chômage en 1932. Car, malgré que l'indice de production britannique¹ se soit légèrement amélioré en 1932, le nombre des chômeurs a passé de 2.717.000 en 1931 à 2.829.000 en 1932.

1. L'indice du *London and Cambridge Economic Service*, (1924 : 100) est pour 1931 : 84,1 et pour 1932 : 84,8. V. aussi le *Board of Trade Journal* du 23 février 1933, p. 291.

CHAPITRE III

POLITIQUE MONETAIRE

Section A La livre et le change

La diminution si sensible du déficit de la balance commerciale britannique n'a pas suffi pour éviter le déficit de la balance des comptes, car les éléments d'actif de cette dernière balance ont encore fléchi en 1932, de sorte que le déficit pour cette année monte, selon le Board of Trade, à 59 millions de livres.

Balance des Comptes britannique 1931-32 en 000.000 Livres

	1931	1932
A. Eléments créditeurs		
Revenu (net) de la marine marchande	80	70
Revenu (net) des placements à l'étranger	* 170	140
Revenu (net) des commissions et courtages	30	30
Revenus (net) divers	10	15
Excès des recettes du Gouvernement	* 14	—
TOTAL	304	255
B Eléments débiteurs		
Déficit de la balance commerciale	* 408	289
Excès des paiements du Gouvernement	—	25
TOTAL	408	314
Crédits + ou débit —	—104	—59

* Chiffres corrigés.

Cette diminution de la plupart des éléments actifs de la balance des comptes ne présente rien d'anormal en temps de crise. D'ailleurs, la situation de la balance des comptes britannique est meilleure que le tableau ci-

dessus ne le laisserait apercevoir. En effet, dans la rubrique intitulée « Excédents nets des paiements du Gouvernement à l'étranger » le Board of Trade a compris aussi le versement anglais aux Etats-Unis du 15 décembre 1932, tandis que ce paiement, selon la thèse britannique, doit être considéré comme versement de capital et par conséquent être écarté de la balance des comptes¹.

Ceci dit, nous constatons que la balance des comptes britannique n'est que légèrement déficitaire en 1932 et beaucoup moins déficitaire qu'elle ne l'avait été en 1931.

Mais l'on sait bien que la balance des comptes n'est qu'un des éléments qui déterminent les offres et les demandes d'une monnaie et il faut également prendre en considération les mouvements des capitaux, dont les entrées et les sorties ont eu, depuis la guerre, une influence prépondérante sur le sort de différentes monnaies et particulièrement sur celui de la livre sterling. Essayons donc d'esquisser quels furent les mouvements des capitaux depuis l'abandon de l'étalon-or, en septembre 1932, et quelles furent les fluctuations de la livre sur le marché des changes depuis cette même époque.

Remarquons, tout d'abord, que les placements anglais à l'étranger, en 1932, ne jouèrent qu'un rôle presque insignifiant. Le marché de Londres réservé, pendant la plus grande partie de l'année, aux opérations de conversion du Gouvernement, n'a été libre, que pendant le premier semestre de l'année. Les émissions d'emprunts en faveur de l'étranger, n'étaient pas alors favorisées, en raison du déficit de la balance des comptes. La Midland Bank Ltd., calcula les émissions d'emprunts pour compte de l'étranger à 29 millions de livres, et il est probable qu'une grande partie de ces emprunts avaient été souscrits par des capitaux étrangers. Depuis octobre 1932, il a été laissé plus de liberté au marché des capitaux à Londres, mais jusqu'à présent les émissions de titres,

1. V. *L'Economist*, 18 févr. 1933, pp. 339 et ss.

en Angleterre, ne sont pas entièrement¹ revenues au régime de liberté.

En ce qui concerne les capitaux flottants, dont la fuite a été la cause immédiate de la chute de la livre, il est probable que cette fuite n'a pas cessé immédiatement après l'abandon de l'étalon-or ; c'est pourquoi la livre continua à fléchir jusqu'au début d'octobre en s'approchant du cours de \$ 3,50 ou francs 90.

La Grande Bretagne, d'ailleurs, ne semble pas s'être préoccupée d'empêcher la sortie des capitaux ; car, en dehors de l'élévation du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, à 6 % , la seule mesure prise, visant directement la restriction du commerce des devises, fut l'Ordonnance de la Trésorerie du 22 septembre 1931. Selon cette Ordonnance, les achats de devises ou les transferts de fonds ayant pour objet l'acquisition directe ou indirecte de devises, par les ressortissants britanniques ou les personnes résidant dans le Royaume-Uni, étaient interdits sauf dans la mesure où ils avaient pour but de financer : 1° les relations commerciales normales, 2° les contrats existant avant le 21 septembre 1931, 3° les frais de voyage raisonnables ou autres dépenses personnelles. Mais cette Ordonnance manquait de toute sanction et ne semble avoir été jamais appliquée jusqu'à son abrogation (3 mars 1932).

Le mouvement de sortie des capitaux est renversé au début d'octobre, et pendant la majeure partie de ce mois, la livre monte jusqu'à toucher même le cours de \$ 4 ou 100 francs. Pendant cette période, en effet, un mouvement de méfiance s'était déclenché contre le dollar et une grande partie des capitaux qui s'étaient réfugiés à New-York pendant la crise de la livre, commencèrent à refluer vers Londres. On aurait pu espérer que ce mouvement continuerait après le succès du Gouvernement National aux élections d'octobre, mais il n'en a

1. V. la Note de la Trésorerie du 13-1-1933 qui fait connaître que toute réglementation concernant les émissions de titres en Grande-Bretagne est supprimée, sauf s'il s'agit d'emprunts contractés par des étrangers dont le produit doit être transféré en d'autres pays.

rien été. Vers la fin d'octobre, la tenue du dollar s'améliore — à la suite des négociations franco-américaines qu'eurent lieu pendant le voyage du Président Laval en Amérique — et les capitaux se trouvent de nouveau attirés par New-York, tandis que la balance commerciale britannique devient de plus en plus déficitaire. Les importateurs britanniques se pressent d'effectuer leurs approvisionnements à l'étranger avant l'établissement des droits de douane. A la suite de cette situation, la livre fléchit lentement jusqu'au début de décembre et atteint son cours le plus bas de l'année 1931 à \$ 3, 25.

Cette faiblesse de la livre est peut-être due aussi au renouveau de méfiance que causât la brusque diminution (16 millions de £), de l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre, qui était ainsi ramenée à 120 millions de livres environ.

En effet, les autorités britanniques voulaient montrer leur volonté de se débarrasser le plus vite possible de leur dette vis-à-vis de la France et des Etats-Unis, contractée pendant l'été 1931 et la Banque d'Angleterre s'est décidée à rembourser le 31 octobre 20 millions de livres¹, au pair, du crédit de 50 millions de livres qui lui avait été accordé pour 3 mois, par la Banque de France et la Federal Reserve Bank de New-York. Ces 20 millions de livres ont été payés, partie en devises que la Banque d'Angleterre ou le Trésor ont pu obtenir pendant la période de fermeté de la livre en octobre, et partie en or (16 millions livres-or) prélevé sur l'encaisse de la Banque.

Depuis la mi-décembre, la confiance en la livre revient ; le fait que la Banque d'Angleterre, malgré la diminution récente de son encaisse-or n'avait pas demandé une élévation du plafond de son émission fiduciaire pendant les fêtes de Noël, quand les besoins en monnaie sont plus considérables, prouva la volonté de la Banque d'Angleterre d'éviter à tout prix l'inflation ; et les déclarations optimistes du Chancelier en décembre provoquent un

1. Pour les 30 millions qui restaient, ce crédit fut renouvelé pour 3 mois encore.

afflux de capitaux étrangers vers Londres, le taux d'intérêt y étant sensiblement plus élevé que sur les autres centres financiers importants.

Ce mouvement fut, d'ailleurs, accentué et par l'acquittement des dettes vis-à-vis de la Grande Bretagne de la part de l'étranger, qui trouvait tout intérêt à s'acquitter en livres dépréciées d'environ 30 %, et par la rentrée en Grande Bretagne de l'or hindou. En effet, les Hindous, grands thésauriseurs de métal jaune, trouvèrent intéressant, quand la roupie en suivant la livre, baissa, d'échanger leur métal contre des roupies ou des livres sterling et de réaliser ainsi des bénéfices même illusoires. On a calculé à 56 millions de livres-papier l'or hindou exporté à Londres pendant l'année 1932¹.

Quoiqu'il en soit, depuis le milieu de décembre et jusqu'au début du mois d'avril, la livre progresse avec une régularité relative et passe à 85 francs au début de janvier, à 88 francs au début de février, et à 96 francs à la fin de mars.

Les autorités britanniques, d'autre part, ne voyaient pas d'un bon œil une hausse trop rapide à leur avis, de la livre, car elle aurait annulé l'avantage dont jouissaient le commerce et l'industrie britanniques à la suite de l'abandon de l'étalon-or. La Banque d'Angleterre, la Trésorerie, et quelques banques d'émission étrangères se sont appliquées, dès le mois de janvier, à empêcher la hausse, trop brusque, de la livre.

Ainsi la Banque d'Angleterre qui devait rembourser le solde de 30 millions de livres-or du crédit de la Banque de France et de la Federal Reserve Bank de New-York, à la fin de janvier, avait besoin de francs et de dollars qu'elle achetait en offrant des livres. De même le Trésor britannique, qui devait rembourser avant le 28 août les 80 mil-

1. Au total les importations d'or en Grande-Bretagne s'élevèrent en 1932, à 152 millions £ et les exportations à 134 millions livres ; la Grande-Bretagne a donc gagné 18 millions livres d'or en 1932. (La valeur de l'or tant importé qu'exporté est calculée en livres-papiers au moment de son importation ou exportation). V. *The Economist Commercial History and Review of*, 1932.

lions de livres-or du crédit franco-américain, en francs et en dollars, offrait également des livres. De la sorte, malgré les demandes constantes de livres pendant les mois de janvier et de février, le cours de la monnaie anglaise ne s'est pas apprécié en proportion, les demandes de livres trouvant leur contre-partie dans les besoins extraordinaires en devises étrangères de la Banque d'Angleterre et du Trésor.

Mais cette situation ne pouvait pas continuer car la Banque d'Angleterre remboursa sa dette de 30 millions de livres — sans toucher à son *encaisse* cette fois-ci — à la fin de janvier, et la Trésorerie, à la fin février, remboursait aux banques américaines 43 millions de livres (or) soit plus de la moitié du crédit de 80 millions de livres qui pourtant n'était exigible que le 28 août prochain. Au cours du mois de mars, elle remboursait aux banques américaines, 10 millions de livres; de sorte qu'il ne restait plus à rembourser que les Bons du Trésor anglais émis en France et qui ne pouvaient être remboursés avant le 28 août.

Si, d'autre part, les demandes de livres continuaient, le cours de la devise britannique aurait pu monter à un niveau nuisible pour les intérêts britanniques et l'on ne pourrait pas se fier, pour enrayer cette hausse, à la collaboration des banques d'émission étrangères.

Dès le mois de mars, les demandes des livres s'accroissent — à la suite de la fuite devant le dollar — et le cours de la livre monte à 96 francs. La Banque d'Angleterre intervient alors sur le marché pour enrayer cette hausse.

Nous savons que d'après l'Act de 1928, la couverture de son émission fiduciaire est constituée par des titres d'Etat, par d'autres valeurs et par de l'argent monnayé pour une petite proportion. Sous la rubrique « autres valeurs » la Banque peut comprendre des titres, soit britanniques soit étrangers, ainsi que du papier escompté. Aussi quand la Banque d'Angleterre veut enrayer une hausse de la livre elle intervient sur le marché en vendant des titres du Gouvernement, c'est-à-dire des livres,

et en achetant des exigibilités sur l'étranger (francs, dollars etc...). Si l'on jette un coup d'œil dans le bilan de la Banque d'Angleterre, on voit que, de 250 millions de livres, somme à laquelle montait la rubrique « Titres du Gouvernement » en février, elle tombe à 200.700.000 livres, au mois de mai, tandis que les autres effets passent, pendant la même période, de 10 millions de livres à 59,5 millions de livres. Mais les possibilités de la Banque dans cette politique étaient limitées car une vente continue des titres de la dette publique aurait pu aboutir à la dépréciation des valeurs « dorées sur tranches », ce qui aurait ajourné les conversions projetées. La diminution d'autre part, du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre jusqu'à 3 % (21 avril) n'était pas jugée assez efficace pour enrayer l'afflux des capitaux.

C'est parce que les différentes mesures, dont nous venons de parler, s'étaient montrées inefficaces pour empêcher les fluctuations du cours de la livre sur le marché des changes que le chancelier de l'Echiquier proposait dans son « Budget Speech », le 19 avril 1932, la création d'un « Fonds d'Egalisation des Changes ».

Ce « Fonds » recevrait le droit d'emprunter, en émettant des Bons du Trésor, jusqu'à 150 millions de £ et remplacerait l'ancien « Exchange Account ¹ ». L'« Exchange Account » avait été créé pendant la guerre et disposait de 33 millions de £. Depuis la guerre, il était utilisé par le Gouvernement anglais pour acheter les devises nécessaires au service de la dette britannique vis-à-vis des Etats-Unis, quand la situation des changes était favorable, car la Grande Bretagne, si elle payait des dollars à l'Amérique, elle recevait des livres et de l'Allemagne au titre Réparations, et de la France, de l'Italie et des autres anciens alliés, au titre des dettes intergouvernementales.

Depuis la Conférence de la Haye (1930) et la création de la Banque des Règlements Internationaux, l'utilité de ce Compte avait diminué : à la suite d'un arrangement,

1. V. *Déb. Parl. Ch. des Comm.*, t. CCLI, p. 140.

les sommes reçues par la Grande Bretagne, au titre des Réparations ou des dettes intergouvernementales, étaient versées à son crédit à la B.R.I. en dollars utilisables pour les versements aux Etats-Unis. C'est pourquoi M. Snowden sans supprimer l'« Exchange Account » décida une diminution de 20 millions de livres, qui, en fait n'a été que de 12.750.000 livres. De la sorte en avril 1932, il ne restait à ce Fonds que 20.250.000 livres.

Les buts que la Trésorerie voulait atteindre par la création du nouveau « Exchange Equalization Account » étaient : *a.* éviter l'ampleur des fluctuations de la livre sur le marché des changes et *b.* parer à certaines difficultés techniques qui résultaient pour la Banque d'Angleterre de l'abandon de l'étalon-or. Etudions ces deux questions :

A. Eviter l'ampleur des fluctuations de la livre. — Si à un certain moment les demandes en livres dépassent de beaucoup les offres de cette monnaie, son cours montera jusqu'à ce que l'équilibre s'établisse entre les offres et les demandes. Mais si la Trésorerie dispose d'un montant de 150 millions de livres, elle peut éviter cette hausse en offrant des livres et en achetant les devises étrangères et l'or, qui s'offrent en excédent sur le marché. Au contraire, en période de sortie des capitaux quand les offres de livres dépassent les demandes, la Trésorerie disposant des devises qu'elle a pu acquérir pendant la période précédente, peut les offrir contre des livres et ainsi maintenir le cours de la livre.

B. Parer à certaines difficultés techniques. — Nous savons que la couverture des billets émis par la Banque d'Angleterre est constituée soit par de l'or soit par des titres du Gouvernement soit par d'autres valeurs. Or, tandis que la couverture de l'émission fiduciaire de la Banque est constamment réévaluée selon les cours des valeurs desquelles elle est composée, l'encaisse-or est toujours évaluée au pair métallique. Par conséquent,

après la baisse de la livre et la hausse consécutive de l'or, la Banque d'Angleterre se trouvait dans l'impossibilité d'acheter de l'or sans enregistrer de pertes et laisser une partie de sa circulation théoriquement sans couverture : puisque, par exemple, pour acheter une once d'or standard elle devrait payer 100 sh. tandis que cette once ne pouvait lui servir de couverture que pour 77 sh. 10 1/2 d. Avec la création de l'« Exchange Equalization Account », cette difficulté était aplanie car la Banque pouvait dès lors acheter de l'or et imputer la différence entre le prix au pair et le prix au cours auquel l'achat avait été effectué, à ce compte.

En cas de dévalorisation légale de la livre, l'« Exchange Equalization Account » récupérera les pertes ainsi subies par les achats d'or, à la suite de la réévaluation de l'encaisse de la Banque qui en résultera nécessairement. On s'aperçoit ainsi de l'étroite relation qui s'est créée entre la Banque et l'« Exchange Equalization Account » mais étant donné que ce Compte agit pour le Trésor, et que tous les profits du Département d'Emission de la Banque d'Angleterre appartiennent au Trésor, ces relations ne présentent pas d'inconvénients.

En outre l'« Exchange Equalization Account » avait à supporter la perte de 8 millions de livres que la Banque avait subie en remboursant le crédit franco-américain de 50 millions de livres : pour les 16 millions de livres payés en or la Banque n'a pas enregistré de perte, la perte des 8 millions de livres ne résultait donc que du remboursement de 34 millions de livres qui restaient. Mais cette perte même pourra être masquée en cas de réévaluation de l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre.

C'est là tout ce que l'on sait¹ de ce compte, car les détails de son organisation ont été gardés secrets et aucun chiffre n'a jamais été publié sur ses opérations.

1. V. *Déb. Parl. Chamb. des Comm.*, t. CCLXIV, pp. 1425-29. M. P. Einzig dans son récent ouvrage, *The Comedy of the Pound*, Londres 1933, a reproduit en appendice (n° 3) tous les textes relatifs à l'Exchange Equalization Account v. pp. 184-204.

Les principales critiques adressées au Compte d'Egalisation des Changes furent : 1^o qu'il créerait une inflation sinon monétaire tout au moins du crédit, 2^o qu'il serait inefficace pour prévenir les fluctuations du change.

Nous aurons à juger de son efficacité en étudiant les variations du cours de la livre en 1932, mais dès à présent nous pouvons remarquer que l'augmentation sensible des dépôts des London Clearing Banks depuis le mois de juin, c'est-à-dire depuis l'époque où l'« Exchange Equalization Account » a commencé à fonctionner, ne lui est peut-être pas étrangère.

En effet, ce n'est que le 24 juin que le Parlement britannique vota les crédits de 150 millions qui devaient permettre à l'« Exchange Equalization Account » de fonctionner. Mais, malgré tout, il est fort probable, que dès le mois de mai le Trésor a commencé à opérer comme si les crédits prévus avaient déjà été accordés. Malheureusement l'absence de toute publication nous amène à émettre des hypothèses, mais comment expliquer autrement les achats importants d'or que, depuis le 15 mai 1932, la Banque d'Angleterre se mit à effectuer et qui augmentèrent son encaisse d'une dizaine de millions de livres dans un mois ? D'ailleurs le Compte d'Egalisation des Changes ne disposait-il pas — avant même le vote du crédit de 150 millions de livres — des 20 millions de livres qui restaient de l'ancien « Exchange Account » ?

Quoiqu'il en soit, vers la fin avril (1932) la hausse de la livre est définitivement arrêtée, mais malgré cela le taux d'escompte de la Banque continue à baisser pour se fixer à 2 %¹ le 30 juin.

Depuis le mois d'avril, la livre commence à fléchir légèrement. Cette faiblesse est due probablement au découragement des capitaux qui, ayant joué sans succès à la hausse de la livre, ont changé de position. Ce qui

1. Notons que la Banque d'Angleterre n'a fait que suivre la baisse du taux de l'intérêt sur le marché de Londres qui résultait de l'aisance extraordinaire d'argent sur ce marché au printemps et en été 1932.

est certain en tout cas est que le cours de la livre de 96,50 francs paraissait très élevé aux autorités britanniques et que la baisse du loyer de l'argent à Londres à un niveau dérisoire (5/8 %) provoqua une nouvelle sortie de capitaux de Londres, qui étaient attirés vers Paris et surtout New-York dont le taux de l'intérêt était plus rémunérateur et dont la monnaie avait cessé d'être suspecte.

L' « Exchange Equalization Account », intervient, mais l'impression qui se dégage de la manière dont il procède est non pas qu'il veuille maintenir la livre à un niveau quelconque, mais qu'il veut simplement lui permettre de se replier sans à coup brusques. Ainsi la livre baisse à francs 93,15 en mai, à 92, 66 en juin, 90,60 en juillet et à 88, 68 en août, cours autour duquel elle se maintient à peu près en septembre.

Depuis le mois d'octobre, la livre va se trouver en face de difficultés plus sérieuses : d'abord c'est l'époque des grandes importations d'automne, qui provoquent toujours une lourdeur du change britannique et ensuite le marché escompte les difficultés que la monnaie britannique éprouvera à surmonter les deux prochaines échéances du mois de décembre.

En effet, le 1^{er} décembre était la date du remboursement aux porteurs des titres du War Loan non-convertis, dont une partie, d'une valeur calculée à environ 65 millions de livres était sensée être détenue par des étrangers. Evidemment, le War Loan serait remboursé en livres mais les détenteurs étrangers de ces titres seraient amenés à convertir ces livres en devises de leurs pays, ce qui créerait des offres de livres.

Ensuite, le 15 décembre, la Grande Bretagne devrait probablement verser aux Etats-Unis, 95,5 millions de dollars pour le service de sa dette, les demandes britanniques en faveur d'un nouveau moratoire ou d'une révision des dettes intergouvernementales, n'apparaissant pas comme dotées de chances d'aboutir.

Malgré les interventions de l' « Exchange Equalization Account », la livre fléchit très vite ; le cours moyen pour octobre est de francs 86,579, pour novembre de

fr. 83,62 et le 29 novembre la livre cote le plus bas cours qu'elle ait jamais connu, à 80,50. francs.

Est-ce que cette dépréciation de la livre prouve l'impossibilité d'arrêter un mouvement de baisse et par conséquent la faillite du système de l'« Exchange Equalization Account » ?

Quoi que cela ait été plusieurs fois affirmé dans les journaux financiers, nous ne le croyons pas. Evidemment, le Compte d'Egalisation des Changes ne disposant que de quantités de devises limitées et ne pouvant les accroître en période de baisse de la devise dont il se propose de préserver le cours, ne peut pas maintenir la stabilité de cette monnaie contre une tendance trop forte à la dépréciation ; mais nous ne croyons pas que ce soit là le but unique de l'« Exchange Equalization Account ». De tout son fonctionnement il ressort clairement qu'il poursuit également : *a.* la suppression des variations du cours de la livre qui ne sont dues qu'à des raisons accidentelles et *b.* l'assouplissement des mouvements de hausse ou de baisse de la livre, quand ces mouvements sont de trop grande ampleur pour être évités. Donc, dans ces deux cas, nous croyons qu'il a remarquablement réussi car il a pu maintenir presque en complète stabilité le cours de la livre pendant des mois entiers et, en général, éviter les amples fluctuations du cours des changes.

Notre assertion relative à ce que l'« Exchange Equalization Account » ne cherche pas à éviter toute fluctuation de la livre, est prouvée par le fait que toutes les fois qu'un mouvement de baisse ou de hausse de la livre s'est manifestée avec force, l'« Exchange Equalization Account » a suspendu son intervention sur le marché pendant le temps nécessaire pour sonder le marché de la livre et reprendre son soutien à un niveau plus convenable à la situation.

Après que la livre ait baissé jusqu'à la fin de novembre un léger mouvement de hausse se manifeste au début de décembre. Il est vrai que l'échéance du 15 décembre n'était pas encore réglée mais le marché avait escompté cette échéance en enregistrant un fléchissement de la

livre en novembre. Néanmoins la livre resta indécise jusqu'à la mi-décembre.

Une brève digression sera utile, croyons-nous, pour expliquer comment s'est effectué le règlement de l'échéance du 15 décembre.

Le budget britannique, escomptant un nouveau moratoire ne prévoyait pour la gestion 1932-33, ni recettes au titre des Réparations, ni recettes et dépenses au titres des Dettes intergouvernementales. En fait, les Accords de Lausanne sont intervenus, d'après lesquels aucun paiement au titre des Réparations n'était envisagé pour 1932 et la Grande Bretagne informait ses débiteurs qu'elle n'exigerait aucun paiement au titre des Dettes intergouvernementales. Mais la Grande Bretagne n'est pas seulement créancière, elle est aussi débitrice envers les Etats-Unis et malgré toutes les démarches faites depuis les élections présidentielles américaines, la Grande Bretagne a dû se résigner à faire face à l'échéance du 15 décembre. Elle décida alors de payer en or, ne voulant pas toucher aux réserves en devises, qui ne devaient pas être bien importantes à cette époque en raison du soutien accordé par l'« Exchange Equalization Account » pendant la période prolongée de faiblesse de la livre.

Le règlement de l'échéance du 15 décembre nécessitait un versement aux Etats-Unis de 95,5 millions de dollars soit 20.000.000 de livres-or ou £ 29 millions au cours de l'époque où ce règlement fut effectué. Le Trésor britannique se procura cette somme, vu qu'aucune dépense de cette nature n'était prévue dans le budget, en émettant pour un montant sensiblement égal au paiement à effectuer, des Bons du Trésor considérés non comme un accroissement de la dette britannique, mais comme une sorte de conversion d'une partie de la dette extérieure en dette intérieure à court terme. C'est dire que la Grande Bretagne considérait le règlement de l'échéance du 15 décembre comme remboursement de capital et non comme service normal de sa dette, considération bien entendu, à laquelle les Etats-Unis se sont énergiquement opposés.

Les Bons du Trésor ainsi émis, n'ont pas été mis en

circulation mais pris par la Banque d'Angleterre, à concurrence de 20 millions de livres, — représentant le montant du versement aux Etats-Unis si la livre était au pair — et pour le reste versés à l'Exchange Equalization Account. La Banque d'Angleterre contre les Bons du Trésor, versés à son Département bancaire, a fait une avance au Trésor, de 20 millions de livres, prélevés sur l'encaisse du Département bancaire. Le Trésor, à son tour, présenta, au Département de l'Emission de la Banque ces 20 millions de livres-papier et les a convertis en or, au pair, ce qui lui a permis d'obtenir l'or nécessaire pour effectuer son paiement vis-à-vis de l'Amérique¹. Le bilan de la Banque du 21 décembre reflète assez exactement cette opération. C'est ainsi que l'on voit au Département de la Banque une augmentation des effets du Gouvernement de 25,4 millions de livres et une réduction de la réserve en billets (encaisse), de ce même département de £ 17,5 millions et au Département de l'Emission une réduction de l'encaisse-or de £ 19,6 millions.

Le résultat de cette opération pour la Banque d'Angleterre fut la réduction de la proportion entre l'encaisse de son Banking Department et ses exigibilités à 18,1 % et ceci à une époque pendant laquelle les besoins monétaires, à cause des fêtes de Noël, sont extrêmement importants. D'aucuns ont cru qu'un relèvement du plafond de l'émission fiduciaire de la Banque serait nécessaire mais comme l'année précédente (et l'on se souvient qu'une pareille tension se fit alors sentir, à la suite du remboursement en or d'une partie de l'avance franco-américaine) il n'en a rien été et cette volonté de non-inflation, manifestée à deux reprises par la Banque d'Angleterre ne pouvait qu'avoir une heureuse répercussion sur la tenue de la livre. De plus, le ralliement de l'Afrique du Sud à ce qu'on appelle « le bloc sterling » et la stabilité plus que jamais douteuse du dollar déclenchèrent un mouvement des capitaux vers Londres et une reprise très accentuée de la livre.

1. Voir *The Economist* du 7-1-1933, *Money*, in 1932, pp. 7-8.

Alors l' « Exchange Equalization Account » intervint avec plus de doigté que jamais et fixa le cours de la livre entre 86-88 francs, pendant presque tout le premier trimestre de l'année 1933.

Actuellement (mars 1933) la situation de la livre se présente extrêmement forte et l' « Exchange Equalization Account » rencontre quelques difficultés pour la maintenir dans les limites qu'il vient de lui fixer, tant l'afflux des capitaux vers Londres est important. Il est vrai qu'à la suite de la crise bancaire aux Etats-Unis, les banques américaines ont été amenées à rapatrier une grande partie de leurs dépôts à Londres pour augmenter leur liquidité mais ce mouvement fut presque complètement masqué par le mouvement général, beaucoup plus ample, d'afflux des capitaux vers Londres, la livre, monnaie-papier, étant considérée comme une monnaie refuge dont on ne craint plus la dépréciation qu'on redoute, au contraire, pour la plupart des monnaies-or.

C'est à cette dernière période de la politique monétaire britannique, qui est caractérisée par les interventions continues et très efficaces de l' « Exchange Equalization Account » que se rattache la plus forte critique des milieux financiers étrangers. On critique, en effet, les interventions de l' « Exchange Equalization Account » : *a.* comme empêchant la livre d'atteindre le cours que lui fixeraient les offres et les demandes normales et l'on ajoute *b.* que s'il est plus facile d'empêcher une hausse qu'une baisse de la livre, néanmoins au cas de mouvement de hausse très fort, l' « Exchange Equalization Account » finira par céder. Car, malgré tout, il ne dispose que d'un volant de 150 millions de livres et quand, en donnant des livres en contre partie des demandes du marché, il finira par convertir toute cette somme en devises étrangères, il lui sera impossible de faire la moindre intervention. La livre libérée de toute influence artificielle, finira alors par atteindre les cours que les offres et les demandes normales lui fixeront ; ce qui entraînera d'ailleurs, des pertes pour l' « Exchange Equalization Account », qui aura acheté les devises étrangères

qu'il détient, quand leurs cours vis-à-vis de la livre étaient plus élevés.

Pour notre part, nous croyons que ces critiques sont loin d'être justes ; en ce qui concerne la première, que peut-on entendre par offres et demandes « normales » d'une devise ? Evidemment celles résultant non pas des mouvements de capitaux mais de la situation de la balance des comptes ; or, nous avons vu que la balance des comptes britannique pour 1932, a été légèrement en déficit et les indications que nous avons pour le début de 1933 ne semblent pas montrer que sa situation se soit sensiblement améliorée. Ainsi les offres et les demandes des livres dues à des causes normales devraient à peu près s'équilibrer et le cours de la livre rester relativement stable, avec seulement une faible tendance vers la baisse. Les demandes précipitées de livres depuis décembre dernier sont donc dues à des causes anormales : la fuite devant le dollar ou la spéculation à la hausse de la livre. Nous croyons alors, que le Compte d'Egalisation des Changes a pleinement raison d'intervenir et de faire la contre-partie des demandes anormales des livres par des offres également anormales, pour éviter des fluctuations de la livre dues à des agissements spéculatifs.

La seconde critique n'est guère plus fondée que la première. S'il est vrai, en effet, que l'« Exchange Equalisation Account » ne dispose que de fonds limités et ne se trouve point dans la position de la Banque de France, pendant la période de stabilisation de fait du franc (où elle était autorisée à émettre des billets en quantités illimitées pour acheter des devises ou de l'or à un cours fixe), néanmoins, il est téméraire de prétendre qu'ayant converti la totalité de ses fonds en devises étrangères il se trouverait dans l'impossibilité d'intervenir pour empêcher une hausse de la livre. Car l'« Exchange Equalization Account » n'achète pas seulement des devises mais aussi de l'or, et depuis le début de l'année 1933, il applique cette politique avec une énergie toute nouvelle, s'empressant de convertir en or toutes les devises qu'il achète.

Cette politique, qui est peut-être motivée dans une certaine mesure par la crainte d'une dépréciation des devises qu'il a acquises, (éventualité possible surtout en ce qui concerne le dollar sur lequel ont porté les plus grands achats du Fonds) lui permet de renouveler ses effectifs en livres. La Banque d'Angleterre, ayant le droit d'émettre autant de livres qu'elle veut contre de l'or, le Fonds d'Egalisation des Changes lui cède l'or qu'il achète contre une quantité de billets calculée au pair de la livre¹. Il est vrai que cette politique diminue d'un tiers environ les actifs de l'« Exchange Equalization Account » toutes les fois que cette opération a lieu. Mais cette diminution ne paraît pas être très importante pour le moment². De plus il ne faut pas oublier que le « Fonds » dispose d'environ 20 millions de livres de l'ancien « Ex-change Account » en dehors de ses 150 millions de £ et que pendant qu'il vendait des devises au cours de l'automne 1932, pour soutenir la livre il a dû réaliser des bénéfices substantiels car il avait certainement acquis des devises à un cours plus favorable pendant la période du mouvement à la hausse de la livre, au printemps de 1932.

Par ailleurs, la politique que le « Fonds d'Egalisation des Changes » poursuit, vise tout autant les intérêts des autres pays que les intérêts britanniques. Elle vise les intérêts des autres pays en ce qu'elle évite, par la réalisation en or des devises que le « Fonds » acquiert, la formation de grosses exigences de Londres sur les autres centres financiers qui auraient pu, à la longue — outre l'inflation de crédit qu'elles provoqueraient dans le monde — compromettre la stabilité monétaire des pays auxquels ces centres financiers appartiennent. Ainsi, si la spéculation à la hausse de la livre, se poursuit, on évitera les inconvénients qui sont nés à la suite de la spéculation à la hausse du franc entre 1926-28.

1. C'est ainsi que l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre s'est accrue pendant le premier trimestre 1933 d'environ 60 millions de Livres.

2. M. Chamberlain dans son *budget speech* du 25 Avril 1933 a annoncé une élévation du plafond de l'Exch. Equal. Account, pour l'année 1933.

En ce qui concerne la livre elle-même, cette politique d'achat d'or fortifie sa situation, car ainsi, peu à peu, la partie de l'émission couverte par de l'or augmente et comme la Banque d'Angleterre a manifesté, maintes fois, sa volonté de ne pas favoriser une inflation — même gagée par de l'or — le montant des billets en circulation reste presque stable. C'est ainsi que le 31 mars 1933, la Banque d'Angleterre a laissé baisser le plafond de son émission fiduciaire à 260 millions de livres en ne demandant pas à la Trésorerie le renouvellement de l'autorisation qui lui avait été accordée en août 1931 et suivant laquelle ce plafond avait été relevé à 275 millions de livres.

A la suite de cette revue, qui couvre toute la période du cours forcé de la livre, nous pouvons conclure sur les objectifs de la politique monétaire britannique. Elle paraît tout d'abord comme ne visant que l'avenir immédiat de la livre; elle est donc surtout, une politique d'expectative. Son principal objectif est d'éviter, autant que possible, les fluctuations de la livre sur le marché des changes et quand ces fluctuations paraissent inéluctables, de les limiter autant que possible.

Le résultat a été que, peu à peu, la confiance est revenue au marché de Londres, qui n'a point perdu à la suite de l'abandon de l'étalon-or son importance capitale comme marché monétaire. Le commerce et l'industrie britanniques n'ont pas soufferts du décrochement de la livre de l'or parce que son cours est demeuré relativement stable, tandis qu'ils ont été largement favorisés par sa dépréciation.

Mais le plus étonnant est que, malgré une dépréciation de la livre à l'extérieur, d'environ 30 % en moyenne, les prix en Angleterre n'ont pas monté en proportion, ce que nous allons étudier dans la section suivante.

Section B

La livre et les prix

Si l'on jette un coup d'œil sur les indices des prix de gros britanniques ainsi qu'à ceux du coût de la vie, il est impossible d'y discerner la baisse de la livre à l'extérieur, tellement son pouvoir d'achat reste invariable et même les prix marquent une faible orientation vers la baisse.

	Indice des prix de gros (Board of Trade 1913 : 100)	Indice du coût de la vie (Ministry of Labour 1914 : 100)
1931		
Janvier	106,9	152
Février	106,2	150
Mars	105,9	147
Avril	105,7	147
Mai	104,4	145
Juin	103,2	147
Juillet	102,2	145
Août	99,5	145
Septembre	99,2	145
Octobre	104,4	146
Novembre	106,4	148
Décembre	105,8	147
1932 :		
Janvier	105,8	147
Février	105,3	146
Mars	104,6	144
Avril	102,4	143
Mai	100,7	142
Juin	98,1	143
Juillet	97,7	141
Août	99,5	141
Septembre	102,1	143
Octobre	101,1	143
Novembre	101,1	143
Décembre	101,0	142
1933		
Janvier	100,3	142
Février	98,9	141
Mars	97,6	139

Comment expliquer ce phénomène ?

Remarquons, tout d'abord, qu'il n'est dû à aucune intervention des autorités. Car, si le Gouvernement a fait voter par le Parlement le lendemain de la suspension de l'étalon-or le « Foodstuffs (Prévention of exploitation) Act » qui donnait des pouvoirs très larges au Board of Trade d'intervenir sur le marché, pour empêcher une

hausse des prix, surtout des denrées alimentaires, le besoin d'appliquer les dispositions de cet Act ne s'est jamais fait sentir ¹.

Pour que les prix haussent ², dans un pays, à la suite d'une baisse de sa monnaie sur le marché des changes, deux conditions sont nécessaires : *a.* qu'une poussée sensible vers la hausse des prix soit donnée et *b.* qu'une modification intervenant, en ce qui concerne les courbes des offres et des demandes des marchandises ou des services à l'intérieur du pays, permette aux prix de s'élever.

Or, comme nous le verrons, aucune de ces deux conditions n'a été remplie en ce qui concerne la Grande-Bretagne.

Et, tout d'abord, il n'y a pas eu de poussée sensible à la hausse des prix britanniques après la chute de la livre; cela semble un peu paradoxal dans un pays qui dépend aussi étroitement de l'étranger que l'Angleterre, pour sa nourriture et les matières premières de ses industries, car en effet, les prix le plus directement influencés par le cours des changes sont ceux des articles d'importation.

Pourtant l'explication est facile à trouver si l'on considère qu'une baisse des prix mondiaux ³ a accompagné la dépréciation de la livre et que la plus grande partie des importations britanniques proviennent des pays qui ont suivi la Grande-Bretagne dans sa dépréciation monétaire.

1. V. *Déb. Parl. Chamb. des Comm.*, t. CCLXII, pp. 2123-2167.

2. V. Alb. Aftalion, *Monnaie, Prix et Change*, pp. 149 et ss.

3. Le mouvement des indices des prix de gros a été le suivant en 1931-32 pour la France, l'Allemagne et les États-Unis.

	1931				1932			
	1 ^{er} trim	2 ^e trim	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim	3 ^e trim	4 ^e trim
1913 = 100								
France :	109.6	107.5	100.4	92.2	89.9	88.8	85.6	83.8
(Stat. Générale)								
Allemagne :	114.4	113.1	110.2	105.8	99.9	97.3	95.5	93.5
(Statist. Reichsamt)								
E. U. A.	110.3	105.1	102.8	99.9	95.3	92.5	93.1	
(Départment of Labor)								

Il est intéressant de reproduire ici les prévisions, en ce qui concerne le mouvement de l'indice du coût de la vie en Grande-Bretagne, faites par le Professeur Bowley en octobre 1931. Le Professeur Bowley¹ remarquait que 60 % de l'indice du coût de la vie représente des matières alimentaires et que de ces 60 % la moitié seulement est due à des importations, c'est-à-dire 30 % du total de l'indice du coût de la vie. Il calculait donc que si la Grande-Bretagne importe la moitié de sa nourriture des pays qui ont maintenu l'étalon-or et l'autre moitié des pays à monnaie dépréciée, le 1/6^e seulement du total de l'indice du coût de la vie sera affecté. Si, d'autre part, continuait le Professeur Bowley la livre se déprécie de 25 % vis-à-vis de l'or, la hausse du coût de la vie qui en résultera « toutes choses égales d'ailleurs » sera de 4 % seulement, soit une hausse insignifiante.

Mais, pour que la hausse des prix due à la dépréciation monétaire se maintienne et se généralise, il faudrait qu'un accroissement de la demande des marchandises ou des services à l'intérieur du pays, résultant d'une augmentation des revenus en monnaie nationale, intervienne².

On peut dire qu'aucune augmentation de cette sorte n'a eu lieu en Angleterre après la baisse de la livre. Le Professeur Aftalion (*loc. cit.*), mentionne 5 catégories de revenus³, dont l'accroissement, en période de dépréciation monétaire, déclenche le mouvement de hausse des prix; or, aucune catégorie de revenus ne semble s'être accrue sensiblement en Grande-Bretagne, après la dépréciation de la livre.

1. V. *London et Cambridge Economic Service*, bulletin n° 10, vol. IX, p. 307.

2. Ou qu'il intervienne une réduction de l'offre des marchandises. C'est pour éviter cette réduction de l'offre des marchandises, due à des agissements spéculatifs, que le « *Foodstuffs Act* », dont nous venons de parler, fut voté.

3. Ces revenus sont les suivants : a) ceux des importateurs à raison des marchandises acquises et payées avant la progression des changes; b) les revenus — en monnaie nationale — des détenteurs des titres étrangers; c) les revenus — en monnaie nationale — des étrangers résidant habituellement dans le pays et tirant leurs revenus de leur propre patrie; d) les revenus des exportateurs; e) revenus dus au développement des exportations.

Voilà donc l'explication de la stabilité des prix britanniques. La poussée vers la hausse, après la dépréciation de la livre n'ayant pas été assez forte, les prix britanniques n'ont accusé qu'une très faible hausse et celle-ci a, par la suite, complètement disparu du fait que les prix-or mondiaux ont baissé et qu'aucune augmentation des revenus en livres, n'a suivi la dépréciation de la devise britannique.

CONCLUSION

L'AVENIR DE LA LIVRE

La Grande-Bretagne a commis une grosse erreur en revalorisant la livre en 1925 avec un empressement excessif ; obligée en 1931 de suspendre la convertibilité de sa monnaie, elle se gardera bien de commettre, une seconde fois, l'erreur de 1925, en stabilisant la livre avant que toute incertitude grave soit bannie du terrain monétaire.

Entre temps, il est vrai, un mouvement contre le rétablissement de l'étalon-or, qui a commencé aux environs de 1923, vient de reprendre avec plus de force qu'alors et trouve de nouveaux adeptes parmi les plus brillants économistes anglais.

Une critique des différents systèmes de monnaie dirigée qui abondent en ce moment « comme les mûres en automne¹ » serait en dehors de notre sujet. Nous nous bornerons à remarquer seulement qu'une monnaie dépourvue d'étalon réel n'est pas la monnaie indiquée pour un pays qui est et désire rester le centre financier du monde. Il est évidemment exact que l'or — mais dans une mesure moindre que les autres marchandises — n'a pas de valeur stable. Il serait difficile de le nier puisque nous savons tous que les prix — qui expriment la valeur de la monnaie et par conséquent de l'or — subis-

1. « As blackberries in autumn », selon M. H. Withers, *Money in the melting pot*, p. 132.

sent, plus ou moins régulièrement, des mouvements cycliques de hausse ou de baisse, ainsi que des mouvements encore plus amples qu'on appelle des mouvements séculaires. Mais est-il possible d'obtenir la stabilité des prix en se basant seulement sur un contrôle de crédit plus ou moins efficace ?

On prétend (voir les indices de l'*Economist* et du *Statist*) avoir montré que les prix sterling, depuis que la livre est devenue une monnaie inconvertible, ont été plus stables que les prix-or. C'est peut-être exact ; mais il ne faut pas perdre de vue que ce n'est là qu'un exemple qui pourrait être démenti dans l'avenir. D'ailleurs, la stabilité des prix n'est qu'un côté de la stabilité monétaire et l'autre — qui est le plus important peut-être pour un centre financier — est la stabilité du change. Or, un système monétaire purement national¹ comme celui de la monnaie dirigée, ne peut garantir cette stabilité aussi parfaitement que l'étalon-or. C'est là le point faible de tout système monétaire qui n'est pas basé sur un étalon international.

Pour éviter cette objection si sérieuse contre la « managed currency » ses partisans ont commencé à parler d'une monnaie dirigée impériale à laquelle auraient pu adhérer les Etats qui entretiennent des relations commerciales et financières étroites avec la Grande-Bretagne, c'est-à-dire les Etats Scandinaves. Mais aucun plan positif — à notre connaissance — n'a été présenté jusqu'à ce moment. Et, en effet, une telle entreprise présenterait des obstacles insurmontables car elle comporterait un certain isolement économique entre les Etats qui participeraient à ce bloc, et les Etats qui resteraient

1. M. J.-M. Keynes dans les articles qu'il publia dans le *Times* (16 mars 1933 et s.) v. leur réimpression dans J.-M. Keynes *The means to prosperity*, chap V p. 1 et s. The international note issue and the gold Std. parle, il est vrai, d'une sorte de monnaie dirigée internationale mais malgré la logique de ses arguments la réalisation d'un tel programme est peu probable dans un prochain avenir. D'ailleurs dans son nouveau plan monétaire M. Keynes, réserve une place importante au métal jaune ce qui marque une évolution, sinon un changement, dans les idées de l'éminent économiste.

en dehors ; et elle amènerait une limitation sensible de leur autonomie.

C'est en raison de ces inconvénients qu'on n'a pu s'entendre sur aucun plan concret d'action impériale en matière monétaire, à la Conférence d'Ottawa. Bien plus, dans la résolution D, concernant les questions financières et monétaires, on trouve exprimée (§ e) la sympathie de la Conférence envers un étalon monétaire international qui, évidemment, ne saurait être autre que l'or.

Les autorités britanniques n'ont, d'ailleurs, jamais manqué l'occasion d'affirmer leur attachement à l'or comme étalon monétaire¹.

Il ne faut pas croire non plus que tous les économistes anglais, à la suite de MM. Keynes, MacKenna, Sir Josiah Stamp, etc..., croient que l'or n'est qu'une « relique barbare », car il y a des économistes aussi éminents que les précédents qui croient à l'utilité du Gold Standard et demandent son rétablissement aussi vite que possible (comme par exemple le Pr. Gregory et la plupart des autres professeurs de la « London School of Economics »).

Mais, comme nous le disions au début de cette conclusion, la Grande-Bretagne se gardera d'aller trop vite dans la voie de stabilisation car elle sait bien que si l'erreur de 1925 était commise pour une seconde fois, le sort de la livre, comme monnaie internationale, serait définitivement jugé.

Il y a actuellement trop d'éléments d'incertitude et d'une importance capitale tels que : les questions des dettes intergouvernementales, et du protectionnisme ainsi que les récentes vicissitudes du dollar, pour qu'on puisse dire que l'heure de la stabilisation a sonné. Espérons que la Conférence Economique mondiale aidera à résoudre ces questions.

1. V. par ex., le communiqué du 11 juillet 1932, de la *B.R.I.* qui préconise le rétablissement de l'étalon-or et qui porte aussi la signature du Gouverneur de la Banque d'Angleterre.

La livre se rattachera un jour à l'or, c'est l'intérêt britannique qui l'exigera. Mais toute prévision sur le taux et l'époque de cette stabilisation serait téméraire.

Vu le Doyen,
BERTHÉLEMY.

Vu le Président,
Albert AFTALION.

Vu et permis d'imprimer
le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

- AFTALION Alb. — *Monnaie, Prix et Change*, (Paris, 1927).
— *Cours de statistique* (2^e éd., Paris, 1928).
— *L'or et sa distribution mondiale*, (Paris, 1932).
ANDRÉADES (André). — *Histoire de la Banque d'Angleterre*, (Paris, 1904).
ANGELOPOULOS (Ange). — *Charges fiscales et dépenses publiques*, (Paris, 1931).
ARDANT (Henri). — *Cours à l'Ecole des Sc. Politiques*, 1931-32.
ARNAUNÉ (Auguste). — *Monnaie, Crédit et Change*, (Paris, 1927).
BEVERIDGE (SIR WILLIAM) et autres. — *Tariffs, the case examined* (Londres, 1931).
BONNET (Georges-Edgar). — *La politique anglaise d'assainissement monétaire* (Thèse, Paris, 1923).
— *Les expériences monétaires contemporaines* (Paris, 1926).
BENHAM (Frédéric). — *British Monetary Policy* (Londres, 1932).
BROWN (Jr.-William-Adam). — *England and the new gold standard* (Londres, 1929).
CANNAN (Edwin). — *The paper pound of 1797-1821* (Londres, 1919).
— *Modern Currency and the regulation of its value*, (Londres 1931).
CASSEL (Gustave) et autres. — *Foreign investments* (New-York, 1929).
CLARK COLIN. — *The National Income, 1924-31* (Londres, 1932).
CONDLIFFE (G.-B.). — *La situation économique mondiale 1931-32* (Genève, 1932).
COURTOIS DE VIÇOSE. — *Commerce extérieur de la Grande-Bretagne*, (Thèse, Paris, 1932).
EINZIG (Paul). — *The fight for financial supremacy* (Londres, 1931).
— *The tragedy of the Pound* (Londres 1932).
— *The comedy of the Pound* (Londres, 1933).
FEAVERYEAR (A.-E.). — *The Pound Sterling* (Oxford, 1931).
FISHER (Irving). — *Stabilizing the Dollar* (New-York, 1925).
DE FOVILLE (A.). — *La Monnaie* (Paris, 1907).
GAUSSEL (Georges). — *La Réforme monétaire anglaise* (Thèse, Paris, 1928).
GRADY (H.-F.). — *British War Finance* (Londres, 1927).
GREGORY (T.-E.). — *The return to the gold* (Londres, 1925).
— *The first year of the gold standard* (Londres, 1926).
— *The gold standard and its future* (Londres, 1932).
HARGREAVES (E.-L.). — *The National Debt* (Londres, 1930).
HARRIS (S.-E.). — *Monetary problems of the British Empire* (New-York, 1931).
HAWTREY (R.-G.). — *Monetary Reconstruction* (Londres, 1923).

- *The Gold Standard, theory and practice* (Londres, 1931).
- HAWEY (A.-S.). — *The general tariff of the United Kingdom* (Londres, 1933).
- HÉRISSON (Charles). — *Le contrôle du crédit à court terme par la Banque d'Angleterre* (Thèse, Toulouse, 1932).
- JÈZE (Gaston). — *Cours de Finances Publiques*, (Paris, 1932).
- KEMPSTER (J.-W.). — *Banking, credit and the crisis* (Londres, 1932).
- KEYNES (J.-M.). — *A tract on monetary reform* (Londres, 1923).
- *A treatise on money* (2 vol., Londres, 1930).
- *Essays on persuasion* (Londres, 1931).
- *The means to prosperity* (Londres, 1933).
- LACOUT (Georges). — *Le retour à l'étalon-or* (Paris, 1926).
- LAZARD (Jean-Pierre). — *Politique et théories monétaires anglaises d'après-guerre* (Paris, 1926).
- LEBÉE (Edmond) et autres. — *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, (Paris, 1932).
- LOVEDAY (A.). — *Britain and world trade* (Londres, 1931).
- MAC KENNA (Reginald). — *Post war Banking Policy* (Londres, 1928).
- MALLET (SIR BERNARDT) et OSWALD (George). — *British Budgets, 1913-14 to 1920-21* (Londres, 1929).
- MARTIN (P.-W.). — *The problem of maintaining purchasing power* (Londres, 1931).
- MLYNARSKY (F.). — *Gold and Central Banks* (New-York, 1929).
- MURAT (Francis). — *La politique des placements à long terme* (Thèse, Paris, 1931).
- NICHOLSON (SHIELD). — *Inflation* (Londres, 1919).
- OLIVIER (M.). — *Les nombres-indices de la variation des prix* (Paris, 1927).
- LE PARC (Pierre). — *La crise de la Livre sterling de septembre 1931* (Thèse, Paris, 1932).
- PIGOU (A. C.). — *The political economy of war* (Londres, 1921).
- PIGOU (A. C.). — *Study in Public Finance* (Londres, 1928).
- REBOUD (Paul). — *Précis d'Economie Politique* (Paris, 1931).
- RIST (Charles). — *La déflation en pratique* (Paris, 1924).
- *Cours de Doctorat 1930-31*.
- DE ROUSIERS (Paul). — *Les grandes industries modernes* (Paris, 1930), vol. IV.
- SHAW (W.-A.). — *Histoire des monnaies* (Paris, 1896).
- SIEGFRIED (André). — *La crise britannique au xx^e siècle* (Paris, 1931).
- SMITH (Adam). — *Wealth of Nations* (éd. 1931 de l'Every mans Library).
- STAMP (SIR JOSIAH). — *Papers on gold and the price level* (Londres, 1931).
- STÉHELIN (Jérôme). — *La politique de l'escompte de la Banque d'Angleterre* (Thèse, Paris, 1933).
- STRAKOSCH (Henry). — *The value of gold in our economic system* (Londres, 1918).
- VIENTOT (Guy). — *Les difficultés de l'industrie britannique depuis la guerre* (Thèse, Paris, 1932).
- WITHERS (Hartley). — *Qu'est-ce que la Monnaie* (2^e édit., Paris, 1932).
- *Money in the melting pot* (Londres, 1932).

ARTICLES

- BARDOUX (Jacques). — « La crise de la Livre », *Le Temps*, n° des 23 et 28 août, 25 octobre, 18 et 25 novembre, 5 et 27 décembre 1931, 21 et 25 janvier 1932).
- BAUDIN (Louis). — « Étalon-sterling contre étalon-or », *L'Information* du 7 avril 1932.
- BELLERBY (J.-B.). — « La politique des salaires et l'étalon-or en Grande-Bretagne », *Revue Internationale du Travail*, août 1930, pp. 141-161).
- BOWLEY (Arthur). — « International comparison of price changes », *London and Cambridge Economic Service, Special Memorandum* n° 19, juillet 1926
- et SMITH. — « Comparative price index numbers for eleven principal countries », *L. Cambr. Ec. Serv. Spec. Mem.*, n° 24, juillet, 1927).
- BOWLEY (Arthur). — « Recent mouvements of subsidiary series », *L. et Cambr. Ec. Serv. Bulletin*, n° 10, 23 octobre 1931, pp. 306-309).
- BRADBURY (L.), et WALTER LEAF. — « Replies to M. Keynes », *Banker's Magazine*, sept. 1925, pp. 354 et suite).
- CHURCHILL et HORNE. — « The money problem », *United Empire*, juillet 1932, pp. 385-9.
- CASSEL (Gustave). — « La reconstruction économique mondiale », *Revue Internationale du Travail*, novembre 1932, pp. 664-8).
- CLAOUÉ (R.). — « Le marché des Bons du Trésor en Grande-Bretagne », *Revue d'Economie Politique*, t. 1926, pp. 1356-68).
- CURTIS (C.-A.). — « The Canadian Monetary situation », *Journal of Political Economy*, juin 1932, pp. 314-337).
- FORRESTER (R.-B.). — « Britains Access to Overseas Markets », *Economic Journal*, décembre 1932, pp. 517-531.
- GISCARD-d'ESTAING (Edm.). — « L'or, ou le retour aux disciplines », *Revue de Paris*, 1^{er} mars 1932, pp. 50-68.
- HACAULT (Raoul). — « L'altération de la Livre Sterling », *Journal des Economistes*, 15 janvier 1932, pp. 62-88.
- HAWTREY (R.-G.). — « Money and Index Numbers », *Journal of the Royal Statistical Society* 1930, pp. 64-103.
- KEYNES (J.-M.). — « Reflexions on the sterling exchange », *Lloyd's Bank Monthly Review*, avril 1932.
- KINDERSLEY (Sir Robert). — « British Foreign Investments in 1930 », *Economic Journal*, juin 1932.
- LACHAPELLE (Georges). — « La crise de la Livre Sterling », *Revue Politique et Parlementaire*, octobre 1931, pp. 23-38.
- LAYTON (Gilbert). « Le Sterling et l'Or », *L'Information*, 6 janvier, 1933.
- « Le Sterling et les prix mondiaux », *Ibid.*, 29 janvier 1933.
- LEAF (Walter). — « The Gold Standard, facts and figures », *Westminster Bank Review*, août 1925.
- LOVEDAY (A.). — « Britain and World Trade », *Economist Monthly Supplement*, 28 octobre 1930.
- MACROSTY (Henry). — « The Overseas Trade of the United Kingdom 1924-31, *Journal of the Royal Statistical Society*, 1932, pp. 607-652.
- MICHELL (H.). — « Gold and currency », *The Monetary Times*, Toronto, Canada, 15 juillet 1932.
- MARIN (Charles). — « Le problème de la Livre Sterling », *Revue des Sc. Politiques*, 1932, pp. 572-79.

- MLYNARSKY (F.). — « La réforme de l'étalon change-or » *Revue d'Economie Politique*, 1930, pp. 54-71.
 — « La crise de l'étalon change-or », *Rev. d'Ec. Pol.*, 1932, pp. 264-89.
- D'ORLÉANS (Charles). — « L'Angleterre et la crise », *Journal des Economistes*, t. c, 1931, pp. 52-62.
- POLLET (E.). — « La politique douanière anglaise », *Revue Economique Internationale*, 1929, t. 1^{er}, pp. 413-430.
- POMMERY (L.). — « Les Banques d'émission et le contrôle du marché monétaire », *Rev. Economique Internationale*, 1929, t. III, pp. 449-70.
- POUYANNE (Henri). — « La vie économique en Angleterre », articles publiés sous ce titre dans la *Revue d'Economie Politique* tous les ans.
- RIST (Charles). — « Le mécanisme de l'étalon-or a-t-il été faussé? », *Revue d'Economie Politique* 1932, pp. 254-64).
 — « Le cours forcé en Angleterre », *Information*, 25 septembre 1931.
 — « A French view of the Pound », *Economist*, 3 octobre 1931, pp. 599-600
 — « La politique monétaire anglaise et la crise », *L'Information*, 21 janvier et 13 février 1932.
- PICARD (Roger). — « Les questions financières à la Conférence de Gênes », *Revue d'Economie Politique*, 1922, pp. 480-91.
- PIGOU (A. C.). — « The burden of war and future generations » *Quarterly Journal of Economics*, février 1919 pp. 242-55.
- ROE (Frédéric). — « La crise britannique vue par un Anglais », *Revue des Deux-Mondes*, 15 février 1931, pp. 795-810.
- STAMP (SIR JOSIAH). — « The coal mining deadlock in Great Britain », *Foreign Affairs*, 1925-26, pp. 547-55.
 — « The National Capital », *Journal of the Royal Statistical Society* 1931, pp. 1-30.
- TENNANT (Hugh). — « Examen de la situation actuelle de la Grande-Bretagne », *Revue Economique Internationale*, 1928, t. II, pp. 156-72.
- VAUCHER (Paul). — « La crise britannique de 1931 », *Revue des Sciences Politiques*, 1932, pp. 37-61.
- WEBBER (H.-O.). — « A South African view of the monetary crisis », *The National Review*, novem. 1932, pp. 619-624.
- WILLIAMS (John). — « The crisis of the gold-standard », *Foreign Affairs*, 1932, pp. 173-187.

DOCUMENTS

Committee on Currency and Foreign Exchanges (Deux rapports, 1918 et 1919).
American Dollar Securities Committee (Rapport 1919).
Committee on the Currency and Bank of England Note Issues (Rapport 1925)
Committee on National Debt and Taxation (Rapport 1927).
Royal Commission on unemployment Insurance (Deux rapports, 1931 et 1932)
Committee on Finance and Industry (Rapport, 1931).
Committee on National Expenditure (Rapport 1931).

Libre Jaune sur la Conférence Economique Internationale de Gênes, 1922.
League of Nations Memorandum on International Trade (Genève, 1931).
Documents sélectionnés sur la distribution de l'or (Genève, 1931).

Les volumes des *Parliamentary Debates House of Commons* auxquels nous sommes référés souvent appartiennent à la 5^e série de cette publication.

On trouvera le texte des Lois que nous avons citées dans la publication *The Law Reports*.

TABLE DES MATIÈRES

PREMIERE PARTIE LES CAUSES PROFONDES

INTRODUCTION	1
CHAPITRE PREMIER. — LE RETOUR A L'ÉTALON-OR	7
Section première. — La Livre avant le retour à l'or	7
Section B. — Les réformes monétaires de 1925 et de 1928	16
§ 1. — La réforme de 1925	17
§ 2. — La réforme de 1928	19
Section C. — Mesures prises pour renforcer la situation de la livre après sa revalorisation	23
§ 1. — Renforcement de l'encaisse de la Banque	25
§ 2. — Crédits obtenus à l'étranger	30
§ 3. — Hausse du taux d'escompte et autres mesures	33
CHAPITRE II. — CRITIQUE DE LA REVALORISATION DE LA LIVRE	37
Section première. — Les avantages de la revalorisation pour la Grande- Bretagne	38
Section B. — Les critiques	43
§ 1. — Critique de la revalorisation du point de vue technique	43
A. Insuffisance de l'encaisse métallique et non assai- nissement de la couverture de l'émission fidu- ciaire	43
B. Crédits étrangers et embargo	50
§ 2. — Critique de la revalorisation du point de vue économi- que	53
A. Le problème des prix	53
B. Les charges fixes et les salaires	65
§ 3. Conclusion	69

CHAPITRE III. — LA REVALORISATION	
DE LA LIVRE A L'ÉPREUVE DES FAITS	71
<i>Section Première. — La balance commerciale britannique</i>	73
<i>Section B. — La balance des comptes</i>	82
§ 1. — Revenu net de la marine marchande	83
§ 2. — Revenu net des placements à l'étranger	85
§ 3. — Revenu net des commissions et courtages et autres catégories de revenus	87
<i>Section C. — Les mouvements des capitaux</i>	90
§ 1. — Accumulation des exigibilités à court terme sur le marché de Londres	97
§ 2. — La politique britannique de placements à l'étranger	104
§ 3. — La politique de la Banque d'Angleterre et son encaisse-or	108
CONCLUSION SUR LES CAUSES PROFONDES DE LA CRISE DE LA MONNAIE ANGLAISE	123

DEUXIÈME PARTIE

LA CRISE

CHAPITRE PREMIER. — LES CAUSES IMMÉDIATES ET LES MANIFESTATIONS DE LA CRISE	129
<i>Section Première. — Les facteurs de la méfiance</i>	132
<i>Section B. — Les conséquences de la méfiance</i>	138
<i>Section C. — Critique des mesures prises pour sauvegarder la stabilité la livre</i>	143
CHAPITRE II. — LA SUSPENSION DE L'ÉTALON-OR	150

TROISIÈME PARTIE

LA POLITIQUE BRITANNIQUE DEPUIS LA SUSPENSION DE L'ÉTALON-OR

CHAPITRE PREMIER. — POLITIQUE BUDGÉTAIRE	158
CHAPITRE II. — POLITIQUE COMMERCIALE	163
CHAPITRE III. — POLITIQUE MONÉTAIRE	171
<i>Section Première. — La livre et le change</i>	171
<i>Section B. — La livre et les prix</i>	189
CONCLUSION. — L'AVENIR DE LA LIVRE	193

